

## 中投期货策略周报 (2019年第08期)

### 研究员:

#### 张伟

从业资格编号: F0251993  
投资咨询编号: Z0013973  
zhangwei@tqfutures.com

#### 于瑞光

从业资格编号: F0231832  
投资咨询编号: Z0000756  
yuruiguang@tqfutures.com

#### 李小薇

从业资格编号: F0270867  
投资咨询编号: Z0012784  
lixiaowei@tqfutures.com

#### 王万超

从业资格编号: F0290005  
投资咨询编号: Z0011089  
wangwanhao@tqfutures.com

#### 刘坤

从业资格编号: F3041660  
投资咨询编号: TZ014346  
liushen@tqfutures.com

#### 姜云超

从业资格编号: F3043160  
投资咨询编号: Z0013934  
jiangyunchao@tqfutures.com

### 联系人:

#### 卢时强

从业资格编号: F0282412  
lushiqiang@tqfutures.com

#### 吴起睿

从业资格编号: F3053694  
wuqirui@tqfutures.com

## 周度投资视点

**宏观策略:** 工业品近期在全球货币宽松以及春节后需求集中释放的情况下集中反弹,但是从PMI走势来看,需求不足的压力逐渐扩散到生产端,预计各项政策刺激下的宏观经济回升仍需要时日,而地产端大概率难以维持去年近2位数的高速增长。对于短期需求集中释放造成的上涨,需要注意季节性因素衰退后回落的风险,维持工业品短期强势,中期高位回落的判断。

**股指期货:** 前期市场已经在货币宽松和金融供给侧改革等消息刺激下暴涨,短期调整巩固之后进一步上行,建议多单继续持有。趋势性投资者需要关注的包括2月金融数据是否符合预期,以及外围市场表现等主要因素的变化。

**铜:** 中美谈判仍将继续进行,关税则继续保持被特朗普推迟,总体来说中美贸易战结果往好的方向发展,铜价在经历大幅反弹后进入整数关口的压力区,本周可能会在此震荡,毕竟后期上涨动力不足,50000以上不追高。

**锌:** 宏观方面,中美贸易谈判进展引导近期市场情绪,市场预期向好,仍需关注3月1日谈判大限前可能对市场形成的预期差。整体来看,基于内外基本面的差异,预计近期锌价内强外弱格局将继续。节后锌锭库存存积压预期,且下游复工缓慢,空头势头不减。由于国内库存支撑减弱,叠加锌远期供应回升预期,短期国内锌价回升空间受限,有再度回落可能。操作策略方面,建议趋势性以逢高沽空操作为主;此外,基于锌中远期供应回升的预期,关注沪锌期货价差收窄,入场做扩近远月价差的机会。

**黑色金属:** 钢材需求的释放带动价格的反弹,并且有望延续,关注前期高点3900元/吨附近压力,后期市场担忧的点在于3月中旬公布的地产数据。铁矿石方面受消息刺激较多,谨防高位快速回落。焦煤受事件驱动叠加本身供应偏紧,价格有望维持高位震荡,焦炭方面受成本支撑及螺纹需求提振,短期有望延续反弹,关注2200元/吨附近压力。

**PTA:** 短期内PTA现货供需面偏宽松,需求方面逐步复苏的情况下,PTA厂商的装置开工率较高,再考虑到现货库存依然处于偏高水平。距离夏装生产高峰尚有时日,短期内供需作用下,PTA价格不会有太大的上升空间。从成本方面看,虽然原油价格受OPEC减产支撑力度较大,但是短期内上行压力同样较大。PX表面上跟随原油走势波动,但是在高库存的影响下,下跌幅度明显高于上涨幅度。这也使得PTA现货在短期内受到成本支撑的难度增加。以此判断,短期内PTA价格将会呈现震荡走弱的走势。

**甲醇:** 天气逐渐转暖,我国甲醇装置春季检修即将开始。3-4月我国内地涉及检修产能超千万吨,其中80%左右集中在西北地区,陕西、内蒙古居多。宏观方面,资金略显充裕。操作上,4月份甲醇可能形成底部,盘面偏向震荡,短期甲醇受到支撑,关注远月合约的做多机会,等待回调买入。

**纸浆:** 由于消费旺季的来临,从国际浆厂开始传导到下游纸厂的一波涨价似乎预示着纸浆市场的一片繁荣,然而近期的情况却是下游纸厂采购积极性一般,实单偏少,带来了上周的四连阴行情。2月中国制造业PMI为49.2%,连续三个月低于荣枯线,市场预计3-5月的消费旺季不及预期,盘面弱势调整。但是,我们认为国内现货价格走势相对坚挺,期货盘面价格向下回调空间不大。虽然存在消费不及预期的可能性,但是在消费旺季操作上还是应该顺应趋势以逢低多单参与为主。预计短期走势震荡偏强,预计震荡区间5450-5700,投资者可考虑在5500以下逢低多单参与。

**油脂油料:** 操作上,建议投资者关注中美贸易谈判消息面的进展,菜粕期货空单宜离场观望,豆粕空单仍可适量持有或逢高加空。油脂期货空单暂时离场,宜以震荡思路对待,短线参与为佳。大豆期货低位止跌,但反弹力度有限,主产区启动地方收购为市场提供政策底部,可尝试性逢低适量买入大豆期货多单。

**白糖:** 操作上,因国内临储政策托底以及今年将严查原糖走私活动,预计未来糖价呈现震荡上扬的态势,国内目前处于压榨末期,价格压力依然较大。而印度国内库存偏高,全球糖价承压。在二三季度预期全球出现灾害性天气,市场可能提前反应。因此,一二季度选择低点入场较为合适,若未来出现二次探底走势,多单可以大胆介入。下半年维持多头操作思路。预计未来3月至12月份SR1909波动区间为(4800, 6200)。套利方面,维持近弱远强的判断,注意合约之间的反套机会。

## 目 录

期货市场概况 .....	- 4 -
周度策略：节后集中复工 需求刺激工业品价格回升 .....	- 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 .....	- 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 .....	- 6 -
2 中小企业经营继续萎缩 .....	- 6 -
3 流动性：本周公开市场净投放 1600 亿 .....	- 6 -
4 商品市场策略 .....	- 7 -
5 股指期货市场分析 .....	- 7 -
铜：情绪高涨，高位震荡 .....	- 9 -
1 基本面分析 .....	- 9 -
2 结论：震荡思路对待 .....	- 10 -
3 铜期货现货数据 .....	- 10 -
锌：供应瓶颈有望突破，中期锌价面临下行压力 .....	- 12 -
1 锌：影响因素 .....	- 12 -
2 锌：延续震荡走势 .....	- 12 -
3 锌期货现货数据 .....	- 13 -
黑色金属 .....	- 14 -
1 行情分析及市场运行逻辑 .....	- 14 -
2 供需端：产量增，需求释放加快，库存分化 .....	- 15 -
3 原料端：铁矿石止跌回涨，焦炭二次提价 .....	- 16 -
4 总结与建议 .....	- 17 -
PTA .....	- 18 -
1 走势回顾 .....	- 18 -
2 基本面分析 .....	- 18 -
3 综合分析 .....	- 19 -
甲醇 .....	- 20 -
1 甲醇市场供求分析 .....	- 20 -
2 综合分析 .....	- 21 -
3 甲醇主要数据 .....	- 21 -
纸浆：浆价下行空间不大，等待回调做多机会 .....	- 23 -
1 行情回顾：期货盘面走势回调，主力合约持仓量大幅下降 .....	- 23 -
2 基本面情况 .....	- 23 -
3 总结与建议 .....	- 28 -

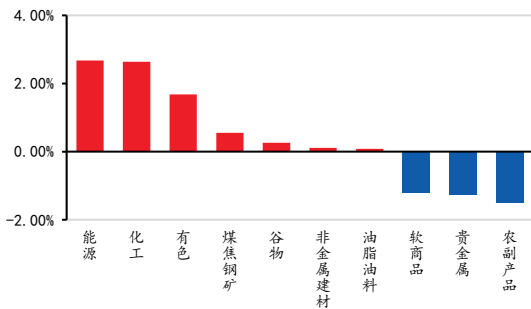
油脂油料：美豆冲高回落，菜粕大涨提振豆粕止跌.....	- 29 -
1 外部豆类市场分析.....	- 29 -
2 国内油脂油料市场分析.....	- 29 -
3 油脂油料市场操作建议.....	- 30 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 30 -
白糖.....	- 31 -
1 白糖市场供求分析.....	- 31 -
2 综合分析.....	- 31 -
3 白糖市场主要数据.....	- 32 -
免责条款.....	- 34 -

## 期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
胶合板	动力煤	铅	沥青	甲醇	热轧卷板	锌	镍	铁矿石	橡胶
10.80	6.42	5.27	4.82	4.80	3.66	3.31	3.23	3.13	2.94

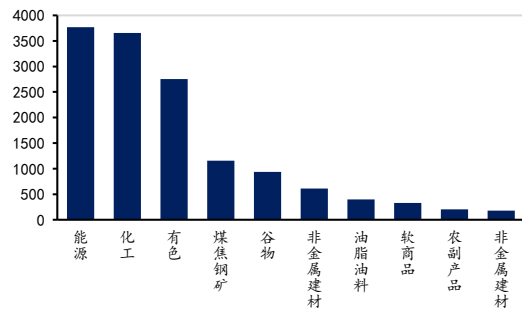
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
纤维板	苹果	棕榈油	白银	黄金	玻璃	豆粕	原油	鸡蛋	棉花
-20.14	-2.33	-2.24	-1.88	-1.60	-1.33	-1.30	-1.14	-0.91	-0.90

图表 1: 商品板块周涨跌幅



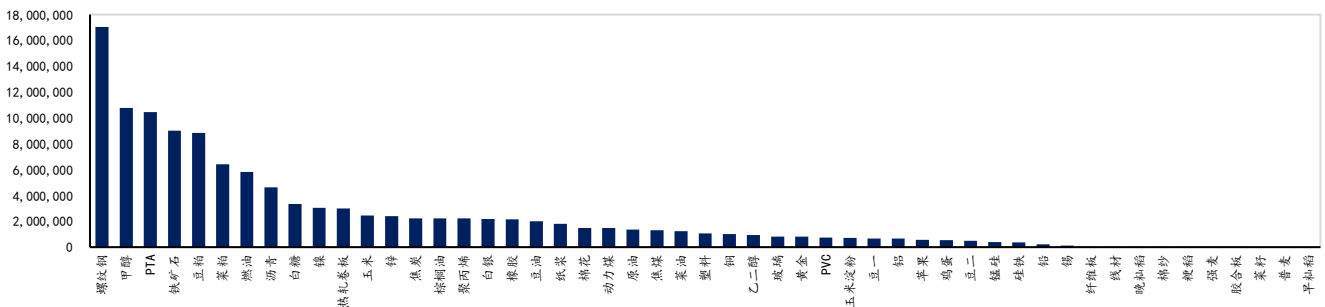
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



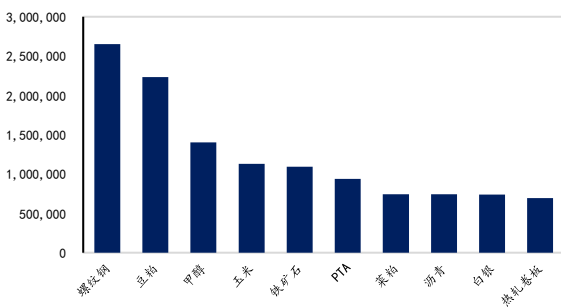
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



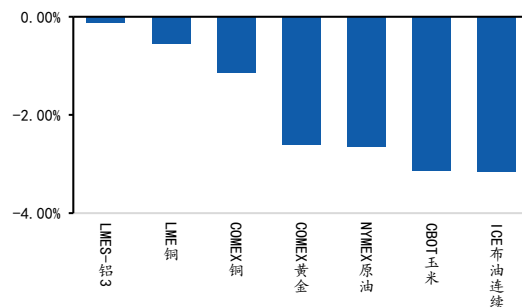
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 4: 国内商品持仓量排名前十



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 5: 国际商品涨跌幅



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

## 周度策略：节后集中复工 需求刺激工业品价格回升

本周市场延续震荡回升的走势，以黑色系表现较为强劲，有色金属在回升到相对高位时滞胀迹象明显。当然，一些低位品种表现较为强势，如橡胶，以及一直低位徘徊的甲醇，以及向来非常活跃的沥青等品种。本周市场走势相对于股市显得相对温和，这是在 PMI 连续 3 个月低于 50 的背景下，已属难能可贵了。

今年中央财政提前下拨地方转移支付资金、1 月地方债放量发行、社融信贷数据双双超预期等因素影响下，市场对今年 1 季度基建类项目开工表现期待较高。从公布的 PMI 数据看，2 月大、中、小制造业企业 PMI 分别为 51.5%、46.9% 和 45.3%，其中大型企业较上月上升 0.2 个百分点，中、小企业回落 0.3 和 2 个百分点。其中大型企业的订单出现显著回升，与我们提到的财政支持“稳基建”一致。随着节后复工逐渐恢复，需求呈现明显的季节性变化。分项上看，建筑业 PMI 回落 1.7 个百分点至 59.2%，成为 PMI 主要拖累。服务业 PMI 小幅回落 0.1 个百分点至 53.5%。生产淡季也促使建筑业供给和需求双双回落。但建筑业业务活动预期指数环比上升，说明市场预期仍然积极。

2018 年固定资产投资稳定很大一部分因素是制造业拉动的。制造业固定资产投资的主体主要是企业，相对而言更加市场化，影响制造业固定资产投资的因素主要有资金以及市场需求。2018 年工业企业主营业务收入及利润呈现下降趋势，2019 年在内外需回落的情况下，企业的内部资金和需求均有所不足；但货币政策方面，央行放松信用政策，对基建等投资来说存在一定利好。因此，2019 明年复工早的特征更加明显的显现出来。

此轮股债汇齐涨的背景是货币宽松，我们需要适当地方三月份流动性不及市场预期那样宽松的可能。现金走款方面，预计投放流动性 3000 亿。进入 3 月，春节效应逐渐消退，现金向存款的转化规模较 1-2 月明显减弱。参照历史情况和今年春节的时间，预计 3 月 M0 环比下降 3000 亿左右。财政资金投放方面，预计投放流动性 7000-8500 亿。3 月是财政投放大月。1 季度经济稳增长诉求相对较强，财政部在 2018 年 11 月发布了多项关于提前下达中央向地方转移支付的通知，旨在开年后加快财政支出进度。因此，预计今年 1 季度财政资金投放进度提前、力度更大，参照近年情况，预计 3 月可净投放 7000-8500 亿。货币政策工具方面，预计回笼流动性 7000 亿。3 月 7 日/16 日分别有 MLF 到期 1045 亿/3270 亿，3 月上半月逆回购到期共计 2600 亿。汇总之后，3 月存量货币政策工具到期共 6915 亿，时间集中在 3 月中上旬。

过去 2 个月货币市场流动性过于宽松。DR007 已经回落到 2016 年 9 月的水平，与最低点只差 12bp，而且 1 月以来 DR007 与 7 天逆回购利率发生倒挂，因此过去 2 个月货币市场的流动性水平甚至比 2016 年“资产荒”时更宽松。利率市场化进程中，为保证利率走廊的有效性，货币市场利率不应长时间突破走廊边界，因此央行需要适当收缩流动性或降低政策利率。目前来看，在美联储 3 月 21 日议息会议明确转鸽之前，国内货币市场利率降息的概率不大，因此 3 月 DR007 中枢可能较 1-2 月有所回升，接近 2018 年 4 季度的水平。因此，在经历了开年以来的流动性宽松后，货币政策由货币市场到实体经济的传导效果进入观察期，在数据明确之前货币政策进一步放松的概率不大。货币流动性仍需要观察。

从商品市场的角度看，工业品近期在全球货币宽松以及春节后需求集中释放的情况下集中反弹，但是从 PMI 走势来看，需求不足的压力逐渐扩散到生产端，预计各项政策刺激下的宏观经济回升仍需要时日，而地产端大概率难以维持去年近 2 位数的高速增长。对于短期需求集中释放造成的上涨，需要注意季节性因素衰退后回落的风险，维持工业品短期强势，中期高位回落的判断。

## 宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

### 1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 6：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	2月28日	鲍威尔：联储已制定缩表计划框架	鲍威尔重申，联储计划在今年稍晚结束缩表，称资产负债表不会重回非常小的规模！	美联储结束缩表，全球宽松的基底将更加扎实
	2月26日	央行：推动深化金融供给侧改革	遵循市场发展规律，优化信贷投向和结构，强化金融服务功能，找准金融服务重点，以服务实体经济、服务人民生活为本，进一步落实好各项信贷政策	加大资金对实体经济的支持力度
数据	2月28日	官方制造业 PMI 连续三个月低于荣枯线	生产指数创 10 年新低	大型制造业企业加速扩张，但中小制造业萎缩加剧
	3月1日	美国四季度 GDP 回落至 2.6%	由于消费者和企业支出强劲，美国经济第四季度放缓幅度低于预期，全年增速创三年来新高。	尽管出现回落，美国经济依然是一枝独秀
事件	3月1日	MSCI 将 A 股纳入因子由 5% 提至 20%	在 5 月、8 月和 11 月逐步提升，创业板 5 月开始纳入，提前加入中盘股。	MSCI 加大纳入 A 股的规模将明显刺激权重股，指数仍有上涨潜力

资料来源：中投期货研究所

### 2 中小企业经营继续萎缩

2018 年下半年以来财政和货币政策对中小企业支持明显加强，但是从中小企业发展情况看，中小企业困境犹存。2 月大型企业 PMI 较前月回升 0.2 个百分点至 51.5% 而中型企业及小型企业则分别较前月下行 0.3 及 2.0 个百分点至 46.9% 和 45.3%。

从其分项指标看，2 月新订单修复主要向大型企业倾斜而小型企业新订单仍处于恶化阶段。其中，大型企业新订单较前月回升 2.5 个百分点至 55.0% 而小型企业新订单指标则较前月下降 1.7 个百分点至 42.8%，

同时值得关注的是，小型企业新出口订单大幅下跌。2 月小型企业新出口订单较前月下降 11.7 个百分点，降幅显著高于大型企业（下降 0.7 个百分点）和中型企业（下降 1.6 个百分点），同时创历史数据以来的最大跌幅。小型企业新出口订单大幅下跌或表明在关税及人民币升值双重压力之下，小型企业出口利润削减甚至出现亏损，企业接单意愿下行。

我国中小企业具有“五六七八九”的典型特征，贡献了 50% 以上的税收，60% 以上的 GDP，70% 以上的技术创新，80% 以上的城镇劳动就业，90% 以上的企业数量，中小企业供需双降传递出较为消极的信号，预计未来对中小企业倾斜的财政和货币政策或将加码。

### 3 流动性：本周公开市场净投放 1600 亿

周五央行公开市场不进行操作，另有 400 亿元逆回购到期。本周公开市场净投放 1600 亿元，上周为净投放 600 亿元。

近期资金面继续转松，货币市场利率多数下跌，周四 DR001 跌 6.73 个基点报 2.5720%，DR007 跌 15.59 个基点报 2.6471%，14 天期跌 25 个基点报 2.6881%，1 个月期涨 7.94 个基点报 2.70%。Shibor 普遍下行，短端品种下行幅度较大，隔夜品种跌 7bp 报 2.584%，7 天期跌 9.2bp 报

2. 658%，14 天期跌 15.7bp 报 2.73%。

2 月份税期临近对流动性形成一定的压力，但对于流动性能够形成正面影响的部分是春节后的现金回流，叠加超储率本身处于较高的基数水平，以及市场跨春节后流动性敞口仍不大，因此资金面整体维持宽松。

考虑到月末财政支出对金融机构超储率的提升，以及月初相对较少的扰动因素，预计 3 月上半月资金面有望保持平稳偏松局面，货币市场利率或继续小幅下行。需注意的是中旬税期高峰时点和季末监管考核时点是 3 月流动性可能出现波动的两个主要时点。

## 4 商品市场策略

工业品近期在全球货币宽松以及春节后需求集中释放的情况下集中反弹，但是从 PMI 走势来看，需求不足的压力逐渐扩散到生产端，预计各项政策刺激下的宏观经济回升仍需要时日，而地产端大概率难以维持去年近 2 位数的高速增长。对于短期需求集中释放造成的上涨，需要注意季节性因素衰退后回落的风险，维持工业品短期强势，中期高位回落的判断。

## 5 股指期货市场分析

### 两市延续暴涨走势

本周五沪指强势上涨，受 MSCI 大幅提高 A 股权重消息刺激，今日沪深两市集体走强，上证 50 涨 2.7% 创反弹新高，创业板指涨超 2%，金融股持续发力，中国人保、中信建投均封涨停，兴业银行大涨近 8%，近期调整的强势股也都开始出现反包走势，市场人气开始逐渐复苏。沪股通净流入 13 亿，深股通净流入 21 亿。

2 月份 A 股市场表现出近年来少见的上涨走势，沪指月涨幅达 13.79%，特别是 25 日两市三大股指的跳出高开高走，在形成突破缺口的同时量能也放大至 1 万亿元之上，从阶段涨幅和量能来看，A 股已转入技术性牛市（从年内低点至高点涨幅达 22.80%，已超技术性牛市 20% 涨幅标准）。在 2 月份市场行情的演化过程中，涌现出一大批迅猛上涨的个股，其中涨幅超 50% 的个股达到 80 只。

### 市场情绪高亢 指数仍有反弹空间

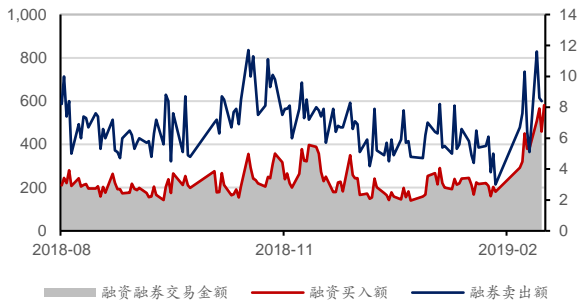
情绪提振是主因，中美谈判逐渐明朗，乐观前景显著提振市场风险偏好，叠加对未来政策面有乐观预期。中美经贸问题得以缓和，这对未来经济稳增长有利，但是面临 2019 年全球经济放缓，我国经济拐点还未出现，企业盈利拐点也未到。

中共中央政治局在 2 月 22 日就“完善金融服务、防范金融风险”主题举行第十三次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，要深化对国际国内金融形势的认识，正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战，推动我国金融业健康发展。伴随政策更加重视金融市场的发展，利好金融板块。因此周一指数出现井喷行情，这种涨幅在近年中已经十分罕见。

市场持续上行，增量资金是必备的，虽然现在流动性方向是宽松，但是央行是在保持合理稳定的背景下，合理投放流动性，不搞大水漫灌，那么增量资金从何而来呢？从主题及行业轮动速度快且缺乏持续性来看，基本以存量资金为主，但是从 A 股纳入 MSCI，外围资金抄底，以及养老保险，企业年金将入市等消息刺激，资金仍有保障。因此，可继续关注成交量的变化，预计沪指将轻松挑战 3000 点

只要流动性不发生变化，以及对场外资金的态度不变，当前的市场仍有上升空间。

图表 7：融资融券数据图



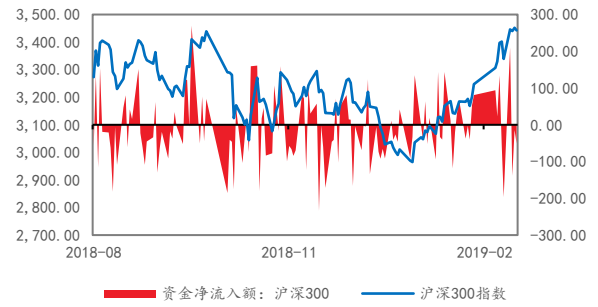
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：恒生 AH 溢价指数



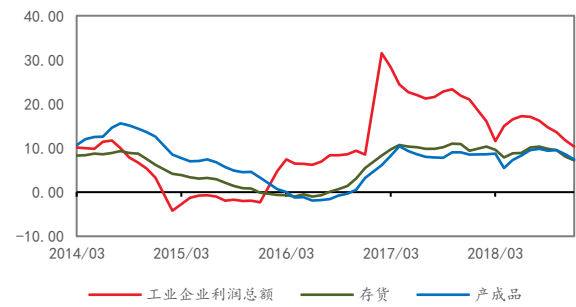
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 8：合约持仓和市场表现



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 10：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所



## 铜：情绪高涨，高位震荡

### 1 基本面分析

#### 铜矿供应增加

2018 年 9 月全球铜矿产量为 169.7 万吨，较去年同比增加 0.71%；2018 年 1-9 月全球铜矿累计产量为 1510.5 万吨，较去年同比增加 2.67%。2018 年铜矿供应增速的回暖主要同大矿的产出恢复（罢工问题减少）及新矿的产出释放有关。2019 年全球新增大型铜矿项目稀少，主要包括第一量子旗下 Cobre Panama 矿项目于 2018 年试运转，在 2019 年接近满产，预计增长 15 万吨。韦丹塔赞比亚 KCM 公司 Konkola 铜矿预计 2019 年产量为 30 万吨，较 2018 年增加 10 万吨。铜矿增速有所下降，生产企业资本开支持续下滑，考虑到铜矿项目新建、扩产耗时在 4-5 年，铜矿或进入新一轮的紧缩周期，叠加铜矿入选品位持续下滑，矿山设备老化问题逐步显现，当前全球铜资源开发勘探遭遇瓶颈。统计的十一个大型矿企 Q4 产量 284.9 万吨，同比增 1.2%，环比增 4.6%。同比增速连续两个季度低于 1.5%。Grasberg 四季度产量明显下降，2019 年该矿从露天开采转向地下还将减产 25 万吨左右。19 上半年海外铜矿供应增速将放缓，一旦铜矿生产出现干扰，原料供应更加紧张

#### 进口弥补不足

2018 年全年铜精矿进口量 1972 万吨，同比增长 13.7%，创历史新高；2018 年 12 月铜精矿进口量 146 万吨，环比下降 13.4%，同比下降 11.5%，为 2018 年 2 月以来的最低水平。中国铜矿进口的增长依然很强劲。国内冶炼厂对铜矿的需求仍在高速增长。高速增长的核心逻辑在于冶炼厂产能的持续扩张以及开工率整体的居高难下，近期精废价差有所修复，有废铜货源流入市场替代精铜。TC/RC 作为铜矿供应松紧度的直接反应，CSPT 小组于近日召开会议，敲定一季度地板价为 92 美元/吨，较上季度涨 2 美元/吨。地板价继续走高，源于当下冶炼厂对于一季度采购欲望不强，仅对 3 月到港的货源持较强兴趣，但是目前贸易商也收紧了报盘，双方较为僵持，TC 有转向之势。

#### 废铜供应偏紧

2019 年第 1 批限制进口类固废批文发布，本次批文仅涉及到数家废纸企业，废铜进口获批量为 0。在一周前发布的 2018 年最后一批批文中，也无废铜企业获得批文，可见，禁止七类废杂铜进口的政策目前已正式开始实施。从今年数据来看，进口废铜量下降是必然趋势，这是由于进入 2018 年以后国家对进口废铜特别是废七类管制较严，使得进口废铜大幅减少。由于废六类进口大幅增加可能性较低、国内废铜产量增幅有限等原因，进口废铜的减少量短期或难被弥补，废铜供给仍相对紧张，部分企业出现惜售情绪，同时随着近期铜价不断上涨，精废价差拉大，废铜替代优势令本就不太充裕的废铜供应更加紧张。

目前废铜市场呈现供需两弱状态，精废价差处于相对低位，废铜替代优势下降，废铜持货商惜售。尽管未来进口废铜收缩已成不争的事实，且国产废铜不能对进口缩减量进行有效补充，短期对废铜供应影响不会太大，而且市场对废铜收缩已有预期，因此对铜价的提振作用有限。

#### 加工费出现拐点

近期现货 TC 一直处于下降的趋势，也挺出乎大家的意料。一般来说，春节前后是交易比较清淡的时候，但是今年冶炼厂却纷纷入市采购。一方面，今年海外矿山干扰较多，加起来有 50 万吨左右，今年铜矿产量极有可能出现负增长；另外一方面，今年 1 月份开始，七类废铜开始被禁止进口，下半年六类废铜限制进口，也是一方面的原因。目前贸易商对冶炼厂的报价为 77.5 美元/吨。

#### 国内精炼铜供应压力不大

1月SMM中国精铜产量为73.75万吨，环比减少3.16%，同比增长5.22%。1月部分大型冶炼厂放缓生产节奏，是导致环比产量下降的主因。现货铜精矿TC和硫酸价格较好也为保持高开工也提供了动能。2018年计划投放产能225万吨，目前已投产产能180万吨，新增产能远超市场预期。其中中铝宁德和梧州金升尚未完全达产，中铝宁德计划在将在4月全面达产。根据2月各家炼厂排产看，由于生产天数的减少，多有下降。预计2月中国精铜产量将继续维持下降。

随着加工费下调、部分大型冶炼厂迎来检修，冶炼厂开工率将现回落。2018年新投产冶炼产能利用率短时间提升幅度有限，不能提供足够增量，预计上半年产量增速降至3-5%。

### 消费进入平缓期

作为铜消费的主要下游行业，房地产销售增速可能转为负增长，内需的疲弱将制约铜需求的提升。据SMM调研数据显示，1月份铜杆企业开工率为66.3%，环比下滑8.51个百分点，同比下滑4.93个百分点。1月终端需求减少，下游停工较多，生产放缓，成品库存去化较快，企业降低资金压力。1月铜杆企业原料库存比环比下降0.44个百分点至11.26%，预计2月铜杆企业开工率为48.62%。

政策支持，基建投资增速企稳。国家力挺基建项目建设，基建投资企稳，2018年1-12月基础设施建设投资(不含电力)累计同比增长3.8%，基本持稳于前11个月水平。基建高度依赖外部融资，1月金融数据超预期，使得投资者认为社会融资环境在转好，可能稍有缓解基建资金瓶颈，支撑基建投资企稳运行。电网方面，2018年1-12月电网投资累计增速转正，结束了此前连续12个月萎缩的格局。调研显示，2019年电网招标情况良好，大部分电线电缆企业订单饱和，预示电网行业用铜量增速提高可能性较大。

房地产调控以及居民高负债带来的房屋销售压力，2018年商品房增速1.3%，竣工面积更是下滑12.3%，地产用铜主要集中在后期及相关家电的配套，地产下行同时带来建筑和空调用铜量减少。未来只要宏观政策不松动地产施工将继续走低，地产用铜需求也将进一步放缓。

## 2 结论：震荡思路对待

中美谈判仍将继续进行，关税则继续保持被特朗普推迟，总体来说中美贸易战结果往好的方向发展，铜价在经历大幅反弹后进入整数关口的压力区，本周可能会在此震荡，毕竟后期上涨动力不足，50000以上不追高。

## 3 铜期货现货数据

图表 11: 长江有色铜价



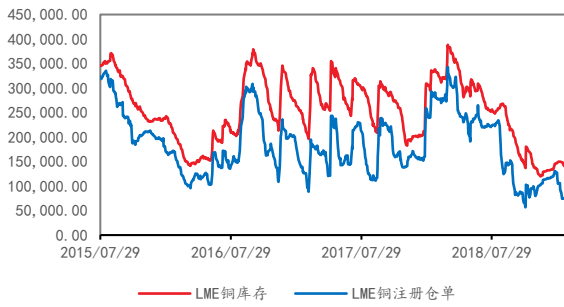
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12: 上海保税区铜库存



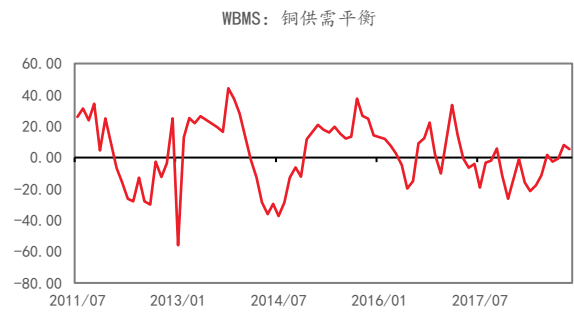
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13: LME 铜库存



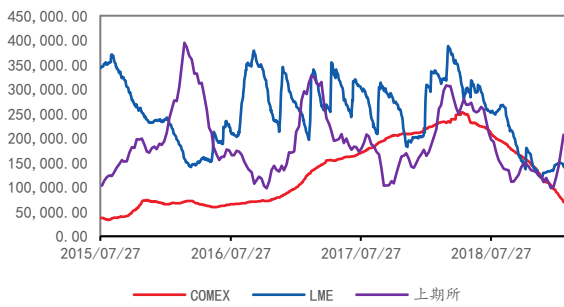
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14: WBMS 供需平衡



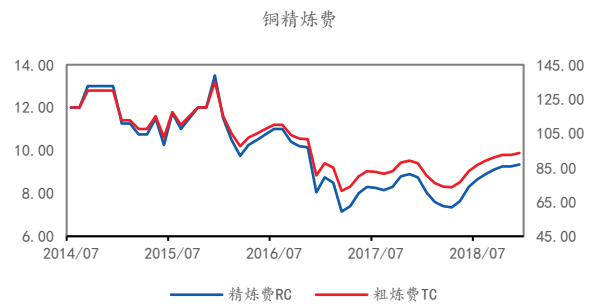
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 15: 上海有色铜库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 16: 铜精炼费



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 锌：供应瓶颈有望突破，中期锌价面临下行压力

### 1 锌：影响因素

#### 锌矿充足成为后期风险点

2018 年全球锌精矿产量显著增长，主要来自于国外。2018 年国内锌精矿增量预计 12.1 万吨附近，环保、安全检查依旧对国产矿尤其是小矿山复产影响较大，三季度受季节性因素影响，国产矿生产受限较多，产量增幅有限。8 月全国锌精矿产量为 38.8 万金属吨，环比增加 0.8%，同比增加 7.2%，累计同比微增 0.6%。全球最大的锌生产商之一新世纪资源公司，在 9 月重启世纪锌矿后，近日已将首批 10,000 吨锌精矿从昆士兰 Karumba 港装载到 MV Wunma 号矿船上，运送给中国最大的冶炼集团之一。预计第二批 10,000 吨调试级精矿将于 2019 年 1 月运往中国。其中该项目的产能为 800 万吨/年，计划在第二阶段增长至 1500 万吨/年，该目标计划于 2019 年第四季度开始实施。

1 月份进口锌精矿量同比减少，且 1 月份国产锌精矿量也同比减少约 10.88%，预计主要由于 2018 年国产锌精矿产量较 2017 年小有增加，且进口锌精矿量太大，国内还未消化完，所以对进口锌精矿需求有所下降。

#### 锌锭供应难放量

2019 年 1 月 SMM 中国精炼锌产量 43.36 万吨，环比减少 3.31%，同比减少 11.46%。国内锌精矿加工费继续增加，然冶炼厂产量未能在利润刺激下录得增加，相反进一步明显减少。主因，1 月份株洲冶炼集团老厂关停拆解，新厂产能释放缓慢，产量继续下降，且 1 月份新增河池南方因电力等因素减产检修，汉中锌业产量持稳上月暂未恢复，整体大厂上贡献较多减量。而驰宏锌锗减产恢复，加之文山锌铟在原有基础上产量进一步小增，缓解部分产量巨降。

#### 锌需求暂无亮点

中国是全球主要的锌消费国，其中镀锌占锌消费总量的 62%，决定中国锌整体需求状况。锌消费恢复节奏仍相对缓慢，天津、广东等地区逐渐复工，并开始稍有备货，但下游恢复仍较为缓慢，下游对锌锭的补库仅按需少采。一方面，在整体经济放缓压力下，锌初端下游企业订单不足，开工回升受限从而对原料采购需求减少。另一方面，春节后国内多个地区雨水天气较多，导致建筑等户外复工难度有所加大。

对于今年 3-5 月份的传统消费旺季，我们认为，消费将环比阶段性改善回升，但对于其实际启动情况，我们难持乐观预期。我们注意到开年以来，国内基建政策加码，多地楼市调控政策“松绑”，汽车补贴政策下乡等等。但在国内经济增速下行的背景下，政策托底仅能延缓经济增速放缓的趋势。分行业来看，基建作为政府稳增长的主要方式，政府将继续加杠杆基建，预计上半年基建建设会出现边际企稳态势。房地产建筑方面，在商品房销售面积增速持续放缓下，市场对其分歧较大。我们预计房地产投资将保持稳中略缓的增速，整体需求仍相对稳定。汽车方面，从 1 月份国内汽车产销数据来看，1 月同比降幅分别达到 12.0% 和 15.7%，为连续 7 个月收缩。2018 年汽车产销增速低于年初预期，原因一方面是购置税优惠政策的全面退出；另一方面则是受宏观经济增速回落、中美贸易战，以及消费信心等因素的影响，短期内仍面临较大的压力。

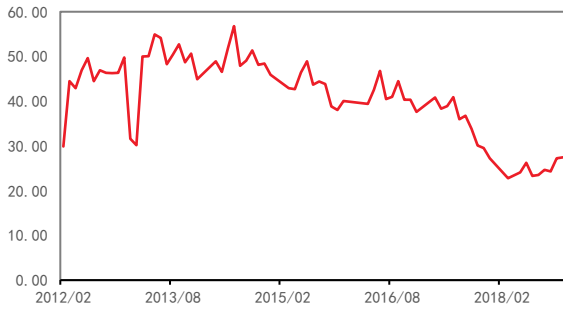
### 2 锌：延续震荡走势

宏观方面，中美贸易谈判进展引导近期市场情绪，市场预期向好，仍需关注 3 月 1 日谈判大限前可能对市场形成的预期差。整体来看，基于内外基本面的差异，预计近期锌价内强外弱格局将延续。节后锌锭库存存积压预期，且下游复工缓慢，空头势头不减。由于国内库存支撑减弱，叠加锌远期供应回升预期，短期国内锌价回升空间受限，有再度回落可能。操作策略方面，建议趋势性以逢高沽空操作为主；此外，基于锌中远期供应回升的预期，关注沪锌期货价差收窄，

入场做扩近远月价差的机会。

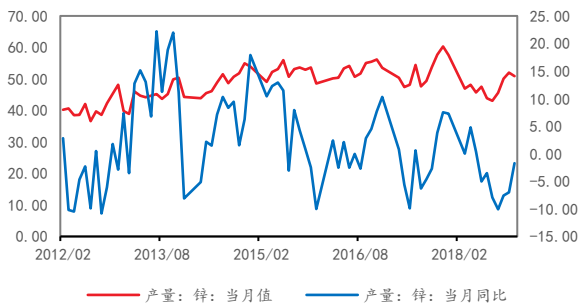
### 3 锌期货现货数据

图表 17: 锌产量



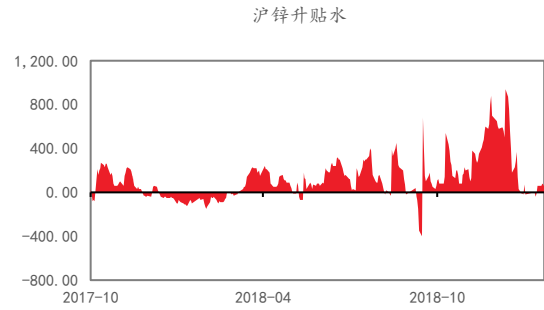
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 19: 锌产销变化



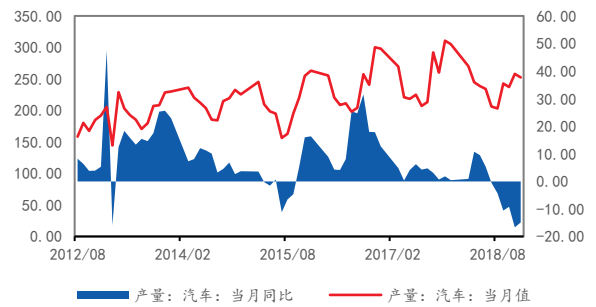
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18: 锌升贴水



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 20: 终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 黑色金属

### 1 行情分析及市场运行逻辑

本周钢材市场延续我们前两周关于价格震荡反弹的判断，钢材期货价格从 3600 元/吨反弹到 3800 元/吨以上的价格。我们反复强调，钢材市场虽然处于季节性的累库阶段，决定价格的关键因素已不是库存问题，而是对于需求释放的良好预期。从本周数据看，周度产量增加，库存方面社库在延续增加，钢厂库存出现下降，从累库周期看，下周库存数据大概率见顶回落。虽然需求受南方连续降雨天气影响，但需求复苏在延续，截至周五钢联日成交数据逐步恢复到 20 万吨以上，一定程度上对价格产生提振。

原料端方面，焦煤限制进口方面的消息，加上内蒙古地区维持 1 个月的安全生产大检查，对焦煤价格起到提振。焦炭方面，焦化企业开启第二轮价格上调 100 元/吨，预计钢企也会逐步落地，盘面焦炭偏弱的主要原因还是高库存制约，虽然前两周有山西临汾地区焦化企业受环保督察检查影响，但徐州地区焦化企业的满负荷生产，整体焦化开工率仅略降，焦炭维持供应宽松格局。铁矿石方面，在价格快速回调之后，本周还是陆续受到一定消息刺激，周五夜盘更是受到突发消息刺激，Arcelormittal 因铁路合同谈判失败，暂时暂停波黑的铁矿石生产，年产量为 700 万吨，价格大幅上行近涨停，谨防消息过后的价格快速回落。

宏观层面，本周公布了 2 月官方 PMI 数据和财新 PMI 数据，二者有所分化。官方 PMI 49.2%，环比下降 0.3%，延续三个月位于荣枯线之下。从分类指数看，生产指数 49.5%，环比下滑 1.4%，春节期间制造业生产活动有所放缓；新订单指数 50.6%，环比回升 1%，反应国内市场需求回升；新出口订单指数 45.2%，环比下滑 1.7%，反应外需的疲弱；库存指数连续回落，企业主动去库存。财新 PMI 录得 49.9%，较 1 月回升 1.6%，创 3 个月以来新高。

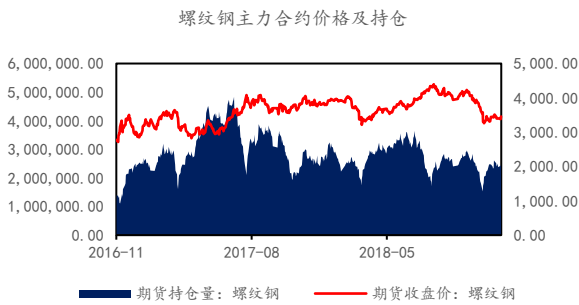
市场比较关注的中美贸易战方面，在经过第七轮谈判后，美国宣布对 2018 年起加征关税的自华进口商品，不提高加征关税税率，继续保持 10%，整体看符合市场预期。

行业来看，2 月钢铁行业 PMI 50.6%，较上月下降 0.9%。分项指数看，生产指数、新出口订单指数、产成品库存指数、购进价格指数明显上升；新订单指数明显下降。整体看，钢厂生产保持扩张，而下游需求走弱，市场呈现供过于求、库存积压的格局。

临近两会环保限产增加，唐山地区 3 月 1 日 0 时全市启动重污染天气 I 级应急响应，根据省环境应急与重污染天气预警中心与中国环境监测总站、省环境气象中心最新会商，我市 3 月 1 日至 6 日地面受高压后部弱南风影响，风力偏小，湿度增大，早晚伴有逆温，整体扩散条件极差，空气污染程度将进一步加重。为实现重污染天气削峰降级，市重污染天气应对指挥部决定自 2019 年 3 月 1 日 0 时至 3 月 6 日 8 时，全市启动重污染天气 I 级应急响应。钢铁行业按着绩效评价为 A 类且厂址位于城市建成区外（包括县区）的停 40% 以上的烧结机装备，位于城市建成区内（包括县区）的停 50% 以上的烧结机装备；评价为 B 类的，停 60% 以上的烧结机装备；评价为 C 类的，停 70% 以上的烧结机、竖炉及白灰窑装备；评价为 D 类的，停烧结机、竖炉及白灰窑装备。焦化行业按绩效评价为 A 类的，出焦时间延长至 28 小时；评价为 B、C 类的，出焦时间延长至 36 小时。

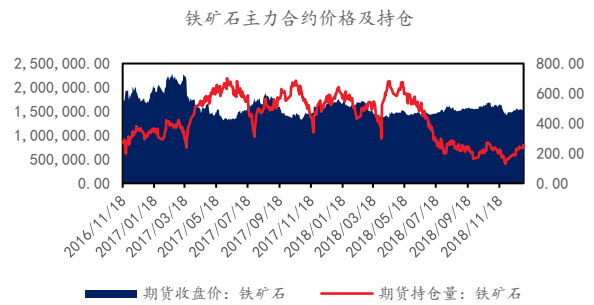
整体看，钢材需求逐步复苏，我们预计今年需求释放会比较平稳，阶段性爆发式的需求难现，价格仍存反弹空间，前期高点 3900 元/吨附近是较大压力位。

图表 21：螺纹钢主力合约价格及持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：铁矿石主力合约价格及持仓

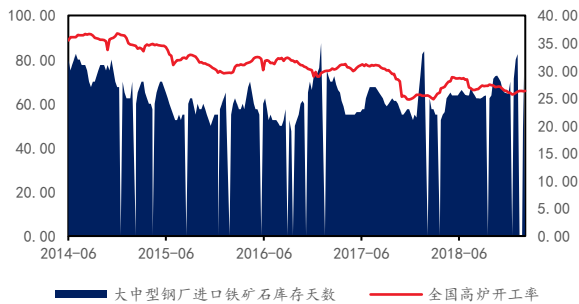


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 2 供需端：产量增，需求释放加快，库存分化

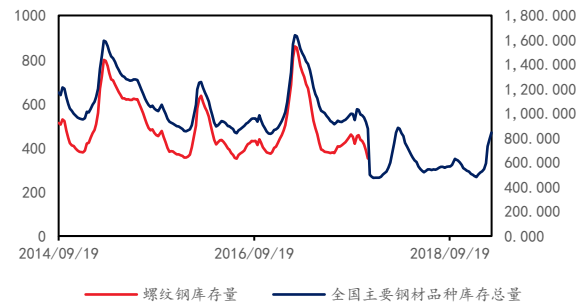
2 月份钢铁 PMI 分项生产指数为 52.2%，较 1 月上升 5.4 个百分点，反应春节期间钢厂在利润刺激下延续高开工，产量维持增加态势。据中钢协统计数据显示，2019 年 2 月上旬，会员钢企粗钢日均产量 192.19 万吨，旬环比增加 10.47 万吨；全国预估日均产量 247.41 万吨，增加 11.4 万吨。从供应端看，本周高炉开工率 65.75%，与上周持平，钢企仍维持较高开工率，产量维持增加态势。元宵后电弧炉复产，使得近期产量增加明显。成本利润角度看，本周末生铁成本 2502 元/吨，钢坯成本 3130 元/吨，螺纹钢吨钢毛利润 610 元，热卷毛利润 420 元/吨，成本方面没有较大变化，近期现货端价格上涨使得利润增加。

图表 23：钢厂铁矿库存及高炉开工率



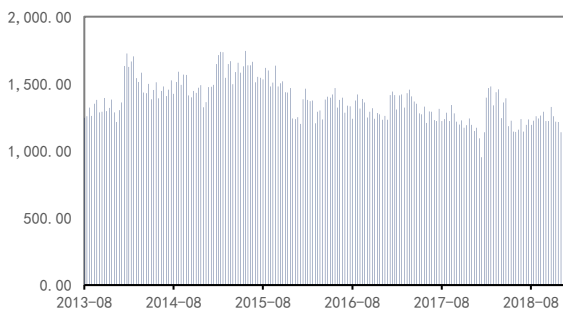
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 24：全国主要钢材及螺纹钢库存总量



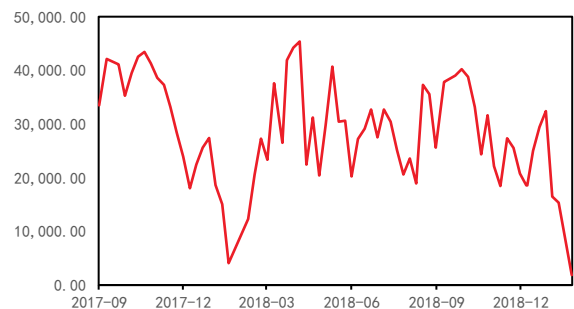
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 25：重点企业钢材库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：沪市终端线螺每周采购量监控



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

库存数据方面，厂库和社库出现一定程度分化，社会库存延续增加，钢厂库存出现下降，反应

整体库存见顶概率增加。从主要品种的社会库存看，截止3月1日，国内主要钢材品种库存总量为1876.08万吨，较2月22日上升69.38万吨，环比上升3.84%，增幅明显放缓，但较去年同期高25万吨；国内螺纹钢社会库存量由956.09万吨上升64.28万吨至1020.37万吨，环比上升6.72%，钢厂螺纹钢库存减少8.69万吨；热卷社会库存增0.8万吨至277.62万吨，环比增加0.29%，钢厂库存减少5.21万吨。整体看，钢材库存仍处于季节性累库阶段，但增速明显放缓，且厂库开始下降，市场近两周将进入去库阶段。

需求端看，钢市需求处于逐步释放阶段，虽然南方地区的降雨对市场有一定影响，但整体依然维持向好的趋势，从钢联日成交数据看，周五成交数据恢复到20万吨以上，验证了近期需求的释放。从沪市终端线螺采购数据来看，最新数据为32492吨，侧面印证需求释放。从需求的分化看，杭州地区20%的来源于地产，80%来源于基建工地，整体看基建投资在发力，地方债发行也验证了这一现象，2月份地方债发行规模达3588.7亿元，1月-2月累计，全国发行地方政府债券7768.4亿元，预计一季度发行规模可能超过1万亿元。此外，地产投资成为我们担忧的地方，3月中旬公布的地产数据值得我们重点关注，一旦新开工数据出现下滑，将会对钢材需求产生较大影响，钢材市场有可能出现拐点。

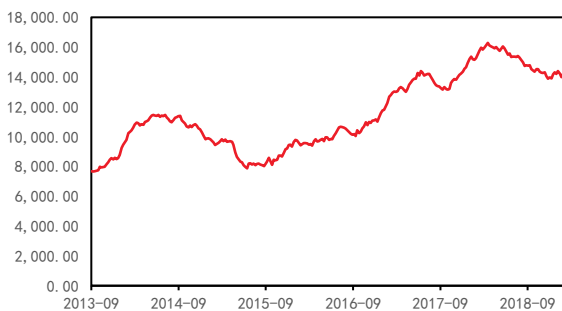
整体看，产量增，库存分化，需求的释放有望带动价格进一步上行。

### 3 原料端：铁矿石止跌回涨，焦炭二次提价

铁矿石方面，本周进口矿市场价格高位有所回落，截止2月22日普氏62%进口矿指数报87.3美元/吨，较上周涨0.6美元/吨。前期巴西矿难事件的炒作结束，供应收缩的实质影响并未开始传导，价格出现明显回落，铁矿石价格从最高94.2美元/吨出现明显回调，本周期期货市场大幅回调到586元/吨，其后随着钢厂的逐步补库，需求有一定释放，周五夜盘更是在消息刺激下大幅反弹。从需求角度看，高炉开工率维持平稳，国内钢厂有所补库，进口铁矿石平均库存回升到30天。港口库存方面，截止本周五，全国主要港口铁矿石库存14704万吨，较上周五库存增加112万吨，港口库存延续累库状态。

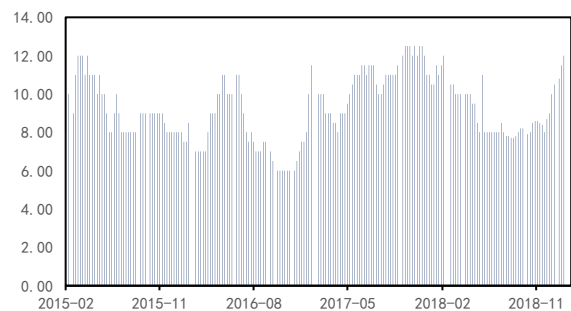
目前矿石大幅上涨仍一定程度上受消息刺激，Arcelormittal因铁路合同谈判失败，暂时暂停波黑的铁矿石生产，年产量为700万吨。事件性刺激叠加钢材价格上涨刺激，矿石价格止跌企稳，谨防快速冲高后价格大幅回落。

图表 27：国内铁矿石港口库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

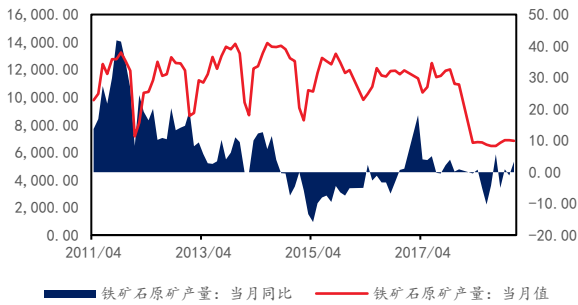
图表 28：焦炭库存可用天数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

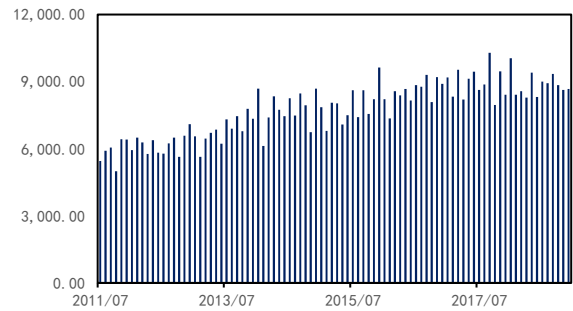


图表 29：铁矿石原矿产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：铁矿石进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

焦炭方面，近期多地焦企普遍上调焦炭采购价格 100 元/吨，开启第二轮上涨，预计下周会逐步落地。从基本面看，焦化企业开工率延续出现小幅回升，根据 Mysteel 统计数据看，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 76.88%，回升 0.43%，日均产量 68.76 万吨增加 0.39 万吨，虽然山西、河北部分焦企受限产影响，其他省份限产较为宽松，特别是徐州地区焦企近满负荷生产，令整体开工率有所回升；焦炭库存 109.67 万吨，减 6.32 万吨，焦化企业库存延续减少；炼焦煤总库存 1503.35 万吨，减少 14.56 万吨，平均可用天数 16.44 天，减少 0.25 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 454.23 万吨，增加 8.33 万吨，平均可用天数 14.63 天，增加 0.36 天。港口焦炭库存总库存 372 万吨，增加 15 万吨，从港口、焦化厂、钢厂库存看，焦化厂库存有前置到港口，钢厂存在一定补库行为。从港口现货角度看，目前准一级报价在 2200 元/吨，但实际成交价在 2150 元/吨左右，目前贸易商采购并无利润，采购不积极。从成本及环保方面看，焦炭价格受到支撑，价格有望延续反弹，但考虑到基差水平，后期继续上行需要新的因素刺激，2000 元/吨附近存在压力。

焦煤方面，近期市场消息较多，首先是大连地区 2019 年压缩煤炭进口到 1200 万吨，较往年有大幅压缩，澳洲煤矿发生矿难，涉及煤矿焦煤产能 470 万吨，预计影响时间 3 个月左右。蒙煤通关数量维持在 500 辆附近，仍处偏低水平。内蒙古地区受矿难影响，开展为期一个月的安全生产大检查，对部分煤种价格有一定支撑。节后国内复产煤矿较多，但复产节奏受一定影响，近期两会临近多以安全生产为主，产量释放较慢。焦煤供应整体维持偏紧态势，预计价格震荡偏强。

#### 4 总结与建议

钢材需求的释放带动价格的反弹，并且有望延续，关注前期高点 3900 元/吨附近压力，后期市场担忧的点在于 3 月中旬公布的地产数据。铁矿石方面受消息刺激较多，谨防高位快速回落。焦煤受事件驱动叠加本身供应偏紧，价格有望维持高位震荡，焦炭方面受成本支撑及螺纹需求提振，短期有望延续反弹，关注 2200 元/吨附近压力。

## PTA

### 1 走势回顾

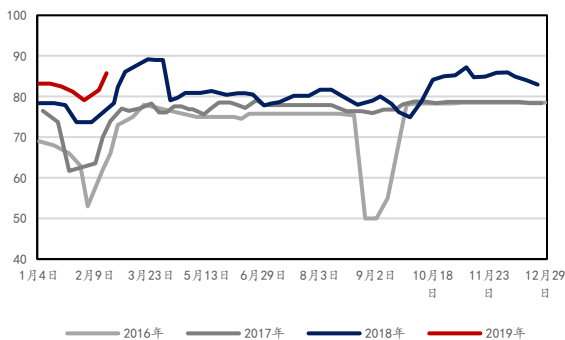
本周，PTA 期货主力 1905 合约由弱走强。最低价达到 6298 元/吨，周度涨幅达到 1.73%，区间振幅达到了 4.6%。本周合约成交量为 1046.23 万手，与上周相比略有上升，持仓量净减少 24,350 手。

### 2 基本面分析

#### 现货供需短期偏宽松

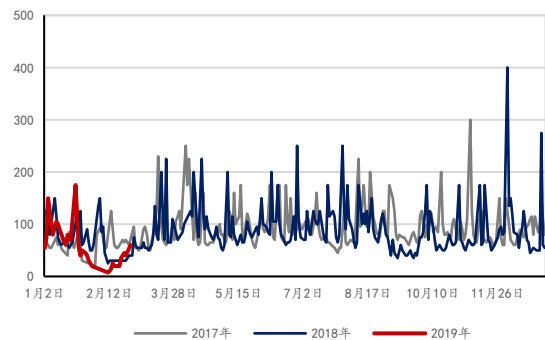
自 2019 年元旦之后，PTA 装置负荷一直处于较高水平，负荷率均达到 80% 以上。最新一期数据显示，PTA 装置整体负荷为 86.41%，高于去年同期，处于近 5 年以来的最高水平。与 2018 年相比，今年春节过后装置检修的安排密度较低，整体产能损失与去年相比偏少。同时也预示着未来的 3 月中旬之后，将会有偏多的检修安排。库存方面，PTA 库存自年后复工以来，持续攀升。最新一期库存数据为 4.5 天，虽然较上一期的 5 天有小幅回落，但是历年横向比较来看，PTA 库存规模依然处于偏高的水平，短期难以快速去化。从供应层面来看，较高的装置负荷与相对偏高的现货产量状态下，短期内供给将会处于偏松的状况。

图表 31：涤纶长丝复产顺利，开工率较高



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：涤纶长丝产销逐步回暖



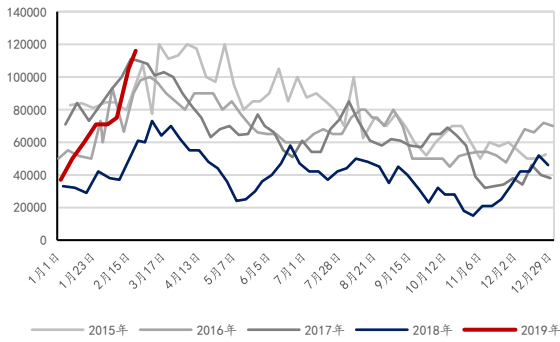
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

下游聚酯和涤纶的需求随着春节的远去而逐步恢复。以涤纶长丝作为参考，厂商在 2019 年节后顺利复工，并且复工速度快于往年同期。最新一期装置负荷率达到了 85.75%，超越 2018 年 11 月冬季高峰，逼近去年 5 月生产高峰时期的负荷率水平。涤纶产销自节后恢复较慢，产销率均值一度回落至 20 左右，但是随着下游复工的企业需求的恢复，涤纶长丝产销率也随之上升。目前，涤纶长丝产销均值已经回升至 80% 左右水平，与前两年的同期水平相当。终端坯布的价格近期保持稳定，根据柯桥纺织价格指数走势来看，涤纶和涤棉面料价格虽然较去年同期偏低，但是在近几年横向比较来看处于中等偏上水平。坯布类市场景气指数自 2017 年年初高点回落，历经 2018 年低点后逐步回暖。PTA 下游需求逐步恢复提高的状况下，如果没有突发事件，相对供给并不会紧张。预计，PTA 现货供需短期内还将围绕松平衡展开。

#### 成本支撑预计逐步走弱

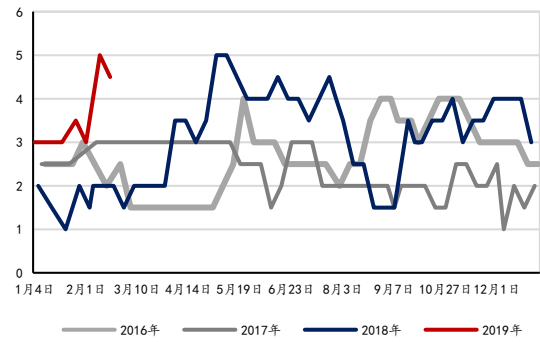
近期原油价格历经减产的刺激出现了一轮反弹，目前 WTI 原油价格在 55 美元/桶左右震荡。随着美国对于伊朗原油禁运豁免期的临近，原油供给方面的不确定性逐步增加。北半球的石油化工企业的生产高峰逐步临近，供需共振或将在 3、4 月份使得原油价格出现一定的抬升。目前，原油价格上方面临的压力依然较大，短期内价格出现实质性突破的概率较低。

图表 33: PX 华东库存达到历史高位



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34: PTA 库存远高于历史同期



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

PX 价格自 2019 年 1 月初触底后，随着原油价格走高而持续攀升。进入 2 月，PX 价格逐步趋稳，主要的 PX 厂商并未在近期安排检修或制定检修计划。但是从经验数据来看，未来的 2 季度将是 PX 集中检修的高峰期，届时 PX 的供给将会受到影响。从库存规模来看，目前 PX 华东地区库存达到了 12 万吨的历史高位，去年同期 PX 的库存仅有 7 万吨左右，库存规模同比增加了近 70%。如果 3 月中旬以后，PX 设备集中检修，综合考虑在现有的库存规模和未来 PTA 负荷率，PX 现货价格出现大幅上涨的可能性依然较低。PX 价格预计较大概率维持震荡偏弱的走势，且可能与原油和石脑油价格走势出现一定分化。中短期来看，PTA 成本端对于现货价格的支撑将逐步走弱。

### 3 综合分析

短期内 PTA 现货供需面偏宽松，需求方面逐步复苏的情况下，PTA 厂商的装置开工率较高，再考虑到现货库存依然处于偏高水平。距离夏装生产高峰尚有时日，短期内供需作用下，PTA 价格不会有太大的上升空间。从成本方面看，虽然原油价格受 OPEC 减产支撑力度较大，但是短期内上行压力同样较大。PX 表面上跟随原油走势波动，但是在高库存的影响下，下跌幅度明显高于上涨幅度。这也将使得 PTA 现货在短期内受到成本支撑的难度增加。以此判断，短期内 PTA 价格将会呈现震荡走弱的走势。

## 甲醇

### 1 甲醇市场供求分析

#### 西北现货价格横盘，现货挺价

陕蒙地区出货顺畅，盘整运行，部分企业停售。华北地区成交稳定，局部上涨，山东受到货成本增加带动，以及传统下游陆续开工，采购尚可，场内商谈积极，价格逐步上推。山西地区受环保检查影响，近期供应偏紧，厂家心态坚挺，成交重心继续上移；华中地区出货尚可，重心上移；港口方面，期货尾盘小幅下滑，港口市场现货价格区间波动，成交一般。预计短期国内甲醇市场或震荡整理。

原油价格偏强运行，国内投放资金较多，资金利率下行，期货价格得到支撑。甲醇面临春节检修，未来供应将小幅收缩。

#### 开工率处于较高位置

玖源、卡贝乐、川维、泸天化等天然气装置在冬季取暖用气高峰过后分别于2月1—10日开启，总计增加产能165万吨/年。而且后期仍将有大量天然气装置等待开启。全国甲醇开工率71.19%，环比增长2.53个百分点。开工处于高位，但目前盘面甲醇利润为700左右，西北价格接近成本线。

#### 库存依然较高，供应增加

江苏甲醇库存在61.65万吨，上涨10.55万吨；浙江地区甲醇库存在25.25万吨，上涨0.69万吨；华南地区甲醇库存在16.5万吨，增加5.1万吨；福建地区甲醇库存5.1万吨附近，增加0.5万吨。

目前，沿海地区甲醇库存积极增长103万吨，整体可流货源预估在23.5万吨附近。库存累积打压甲醇价格。未来高库存下，需要较长时间筑底，因此价格呈现横向波动趋势。

#### 春季检修导致供应缩减

供应会由于春季检修而大幅减少。国际方面，市场预期2—5月外盘会有大量装置检修，伊朗、文莱、马来西亚、卡塔尔等国相加约409万吨/年，约占全球产能的9%。市场也确实出现了捂盘惜售的心态，少数远月到港的伊朗船货报盘+2%左右，但实际成交情况不理想。而且从往年经验看，国外装置检修时会首先确保国内长约供货不断，因此影响可能没有市场预期的那么大。国内方面根据已经公布的检修计划，会有900万吨/年的产能在2—5月检修。但是国内检修计划和往年相比基本持平，并不显得特别突出。

#### MTP/MTO 利润修复，但需求难起色

下游企业返市过程缓慢，甲醇需求尚未恢复，表现低迷。国内煤制烯烃装置平均开工率在82.55%，下跌0.59个百分点。虽然青海盐湖装置停车，但由于部分装置负荷提升，国内CTO/MTO装置开工跌幅收窄。传统需求依旧处于放假状态，采购有限。甲醛因春节期间部分装置停车开工率大幅下滑；因部分装置停车或者降负运行，二甲醚开工率下滑；醋酸因为扬子江乙酰开车，开工水平回升。内蒙古久泰MTO将于3月下旬投产，鲁西化工MTO将于4月投产，两者皆需逐步外采甲醇，而中安联合将于4月先开启甲醇装置，届时或有部分甲醇外销，而南京诚志以及吉林康乃尔的MTO装置也有希望在5月前投产。

因此整体来看，下游需求可能要到5月份好转，3、4月份需求预期偏淡。MTO需求后期较为乐观。

#### 原油仍有上涨基础

美联储公布一月份的货币政策会议纪要释放出鸽派信号，使得油价全线上涨。全球货币政策偏向宽松。全球金融市场连续上涨，利多油价。

自2018年委内瑞拉大选后，美国一直不承认马杜罗政府，并采取多项制裁措施。委国内政局动荡将深刻影响区域政治生态，由此引起的国际影响着实不小。未来委内瑞拉局势支撑油价上涨。

## 2 综合分析

目前甲醇内地开工负荷仍维持在高位水平，港口库存维持高位，依然有着较大压力，且后期去库无望。需求端，传统需求偏淡，市场缺乏足够的利多因素，盘面偏向震荡。宏观面有一些利好的因素在发酵。注意港口库存的变化情况。本周五随着化工集体拉升，甲醇急速上涨，套保盘将有利润，后期上涨动能减缓。

天气逐渐转暖，我国甲醇装置春季检修即将开始。3—4月我国内地涉及检修产能超千万吨，其中80%左右集中在西北地区，陕西、内蒙古居多。宏观方面，资金略显充裕。操作上，4月份甲醇可能形成底部，盘面偏向震荡，短期甲醇受到支撑，关注远月合约的做多机会，等待回调买入。

## 3 甲醇主要数据

图表 35: 甲醇收盘价



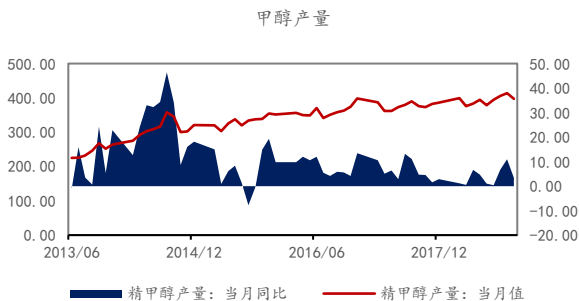
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36: 甲醇出厂价



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 37: 甲醇产量



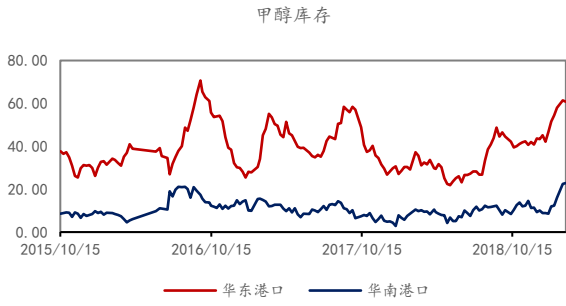
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 38: 甲醇进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 39: 甲醇库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40: 丙烯现货价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

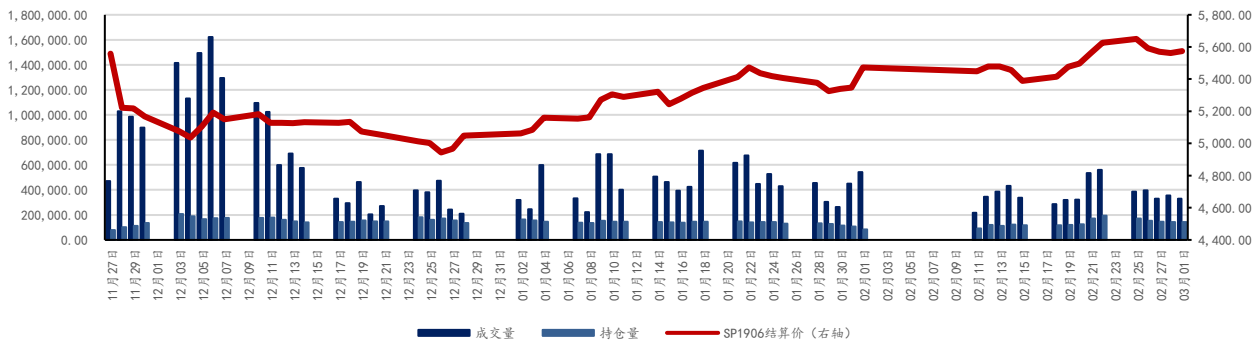
## 纸浆：浆价下行空间不大，等待回调做多机会

### 1 行情回顾：期货盘面走势回调，主力合约持仓量大幅下降

前期纸浆主力合约上创新高 5686 元/吨后，上周盘面出现了明显回调。周一到周四走出了四连阴的走势，周五终于迎来了一波反弹。SP1906 周度下跌 1.31%，SP1909 周度下跌 1.56%。上周纸浆基本面没有出现太大变化，库存的累积得以确认，下游纸厂涨价积极性高。周一周二主力合约持仓量大幅下降，获利盘平仓离场，由前高 194514 手下降至 142096 手，降幅明显。成交热度上来说，主力合约日成交量 30-40 万手。

虽然目前市场成交实单偏少，需求存在不及预期的可能性，但是在纸浆的需求旺季操作上仍应考虑顺应趋势，逢低做多为主。

图表 41：纸浆主力合约结算价成交持仓量变动情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

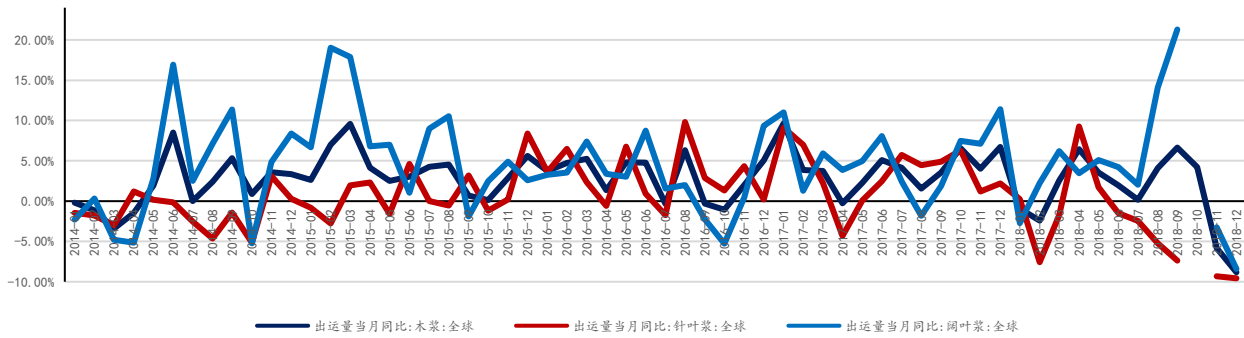
## 2 基本面情况

### 2.1 上游市场：阔叶浆价坚挺，支撑针叶浆价走势

对于纸浆的上游供给，我们从量和价两个方面进行分析。总的来说，上周进口量上没有更新的消息公布，最大的供应变化仍然是中国 1 月纸浆进口量大幅回升。价格方面，阔叶浆由于生产集中度非常高，即使在全球库存压力阔叶浆大于针叶浆的情况下，价格依然非常坚挺，这也将持续支撑后续针叶浆价的走势。

首先具体来看进口量方面的具体数据。从 2018 年年中开始，全球针叶浆和阔叶浆出运量数据出现明显分化，阔叶浆出运量大幅冲高而针叶浆出运量持续回落，直至年底这一分化才又重回统一。2018 年 4 月全球木浆出运量当月同比出现了第一次回落，其中针叶浆的下降速度明显偏大，7 月在阔叶浆出运量冲高的带动下全球木浆出运总量同比转头向上，但是针叶浆出运量却持续下行。截止 2018 年 12 月，全球木浆出运量 439.20 万吨，环比上升 10.21%，同比下降 8.82%，其中针叶木浆当月出运量同比下降 9.57%，阔叶木浆当月出运量同比下降 8.40%。

图表 42：全球木浆出运量当月同比下降，针叶木浆降幅最大



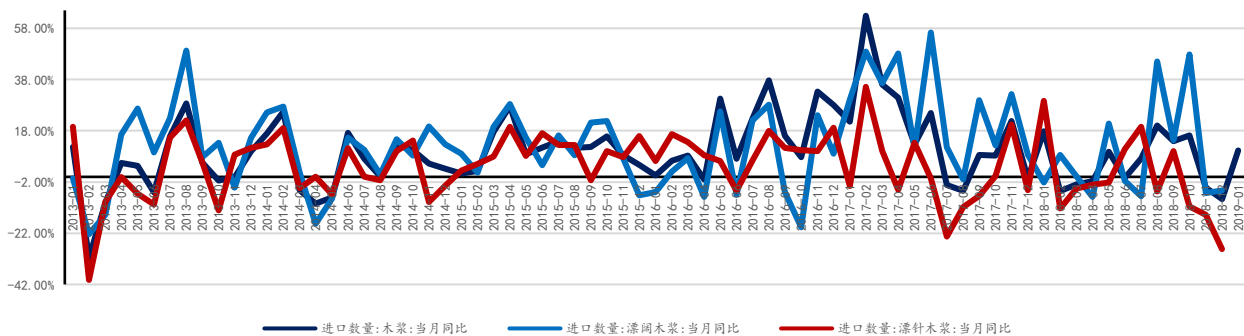
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

从纸浆的整个产业链来说，上游的浆厂拥有很强的议价权，特别是其中全球生产集中度较高的阔叶浆，浆厂拥有充分的挺价能力。Fastmarkets RISI 于 2019 年 1 月末采访了巴西纸浆企业 Suzano 的销售总监 Carlos An í bal。据悉，Suzano 已于 1 月 14 日与 Fibria 完成合并，成为全球最大的商品漂白阔叶浆生产厂商，是全球首个浆纸产能超千万吨的巨型企业。采访就近期国际纸浆价格变化以及未来公司纸浆出口计划进行了提问。Carlos An í bal 表示，近期国际纸浆价格的走弱未能反映基本面状况，未来依然有大量生活用纸的新增产能投产，纸浆需求强劲。同时，他也认同 12 月库存水平出现了暂时的增加，但是这种状况不会持续很久，因为公司年初的几个月有停机计划。Carlos An í bal 认为某些特定港口针阔叶木浆库存量高于历史水平是暂时和非结构性的，中国整个浆纸供应链的去库存化导致了对未来纸张价格下跌的预期，港口的纸浆库存较高，但是客户端的库存水平低于平常水平。他们将在未来 2-3 个月减少对亚洲的发运量，因为在亚洲已经有足够的库存。一般来说，巴西到中国的船期为 7 周左右，以到港时间计算，预计 5-6 月来自巴西的出口木浆数量将会减少。

国际浆厂巨头计划降低出运量，而国内的进口窗口从 2019 年 1 月才又逐渐打开。纸浆期货上市初期国内外浆价倒挂现象持续压制贸易商的进口意愿，国内纸浆进口量持续下降。不过，大约从 2019 年 1 月中开始，内外价差倒挂转顺挂，进口窗口开启，截止 2019 年 1 月末，中国进口纸浆 227.40 万吨，环比回升 10.28%，同比上升 10%。

从国内进口窗口打开到国际浆厂降低出运量期间，预计国内纸浆供应持续充足。而且，减少出运量的本质只是库存的转移，无法从根本上解决库存积压的问题。木浆基本面的改善还需等待需求的增加。

图表 43：中国木浆进口数量当月同比回升



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

关注完有关数量方面的消息后，我们来关注一下纸浆价格变化方面的消息。智利和加拿大浆厂公布将提高 3 月国际浆价。智利 Arauco 公司 2019 年 3 月份木浆外盘价格公布，其中针叶浆银

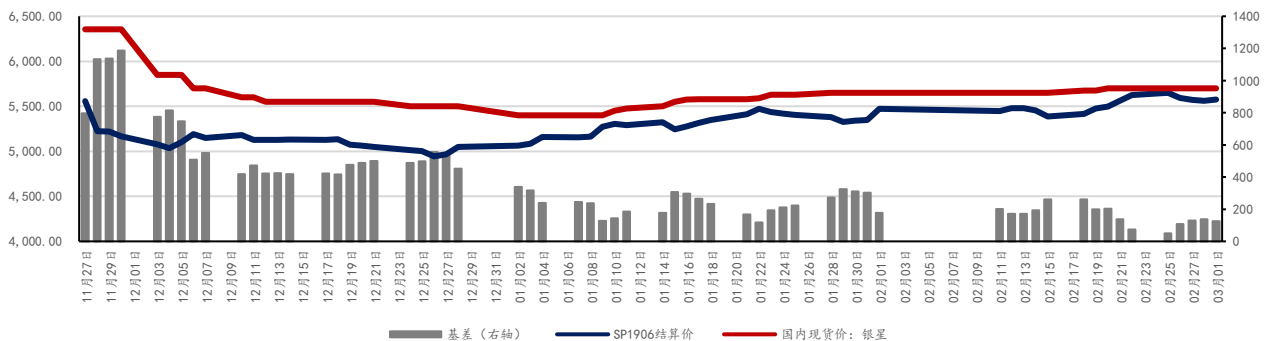


星涨 30 美元/吨至 710 美元/吨，本色浆金星持稳于 710 美元/吨，阔叶浆明星涨 30 美元/吨至 680 美元/吨。加拿大 Catelyst 针叶浆狮牌 3 月外盘提涨 30 美元/吨。涨价 30 美元/吨折合进口成本上升 240 元/吨左右，国内进口银星成本将提升至 5580 元/吨左右。

现货价格方面。针叶浆价格，国内山东地区智利银星市场均价 5750 元/吨 (+50)，俄罗斯乌针、布针报价为 5700 元/吨；国际浆价上涨，银星 CFR 价 710 美元/吨 (+30)，乌针布针 695 美元/吨。阔叶浆价格，国内山东明星 5675 元/吨，江浙沪鸚鵡 5700 元/吨；国际鸚鵡 CFR 价格 780 美元/吨，明星 CFR 价格 680 美元/吨。

主力合约基差方面的情况。纸浆期货上市首周的断崖式下跌，导致基差大幅飙涨至超过 1000 元每吨的高位。即使离最近的交割时间尚有半年之久，同时品种基本面也足够弱势，过大的基差也是一个严重影响价格走势的问题。随着纸浆期货上市充分发挥价格发现的功能，国内迟迟不跌的纸浆现货价格开始走弱，基差问题开始修复，以智利银星计算的基差一度修复至 100 元/吨左右。上周，现货价格稳定，期货盘面回调下探，目前基差在扩大至 130 左右。

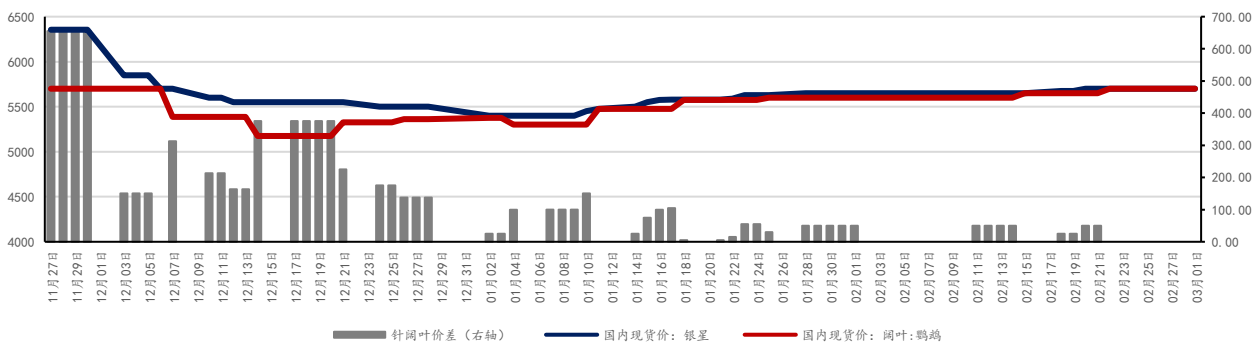
图表 44：纸浆主力合约基差变化情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

国内漂针浆现货价格的上涨来源于国际浆价的上涨、需求旺季的来临，以及替代浆品的下方支撑力量。用建筑的方式类比各个纸浆品种的作用的话，漂针浆类似于建筑中的钢筋结构，而漂阔浆类似于建筑中的混凝土，彼此间不可或缺但又有所替代。一般来说面巾纸中漂针浆和漂阔浆的使用比例是 3:7，当漂针浆价格过高时，这一比例有可能调整到 2:8。目前，市场上漂阔浆现货价格上涨至 5700 元/吨左右，与漂针浆中银星的价格一致，是支撑漂针浆价格止跌反弹的下方力量。国内针阔叶现货价差的变动情况。纸浆期货上市初期，国内针阔叶价差超过 600 元每吨。随着期货盘面价格的下跌，国内漂针木浆价格下跌的幅度大于漂阔木浆价格的下跌幅度，价差不断收窄。年初针阔价差一度走负，不过这一情况很快就得到了改变。一般来说，漂阔浆的价格低于漂针浆价格，目前漂针浆现货价格下方支撑力量显现，国内漂针浆现货价格继续走高。

图表 45：国内针阔叶价差变化情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

### 2.2 下游市场：涨价意愿强烈，实单成交量偏少

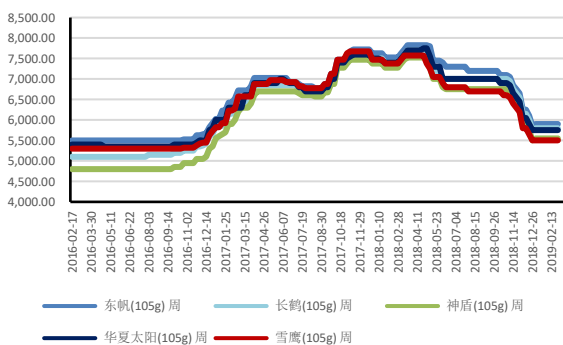
上周，受木浆价格反弹等成本压力驱动，铜版纸价格开始松动，纸厂通过发布涨价函尝试上涨。APP、太阳纸业、华泰纸业发布涨价函，最迟于3月1日起，铜版纸产品将上涨200元/吨。继铜版纸厂商集体发布涨价函后，双胶纸、静电复印纸等文化纸厂商也在本周陆续发出涨价通知函，涨价幅度均在200元/吨。27日玖龙纸业在业绩发布会上表示，虽然春节前已有两次提价，但成品纸价与成本比较仍偏低，所以根据成品纸及原料的走势，由现在起成品纸应有200元的涨幅。纸厂受成本上升压力影响，涨价意愿依然强烈。

目前来看，市场发布的涨价函已经覆盖了各个纸种，但是成交情况却弱于预期。下游纸厂采购积极性一般，实单偏少。下游纸厂观望心态占主流，短期浆市放量速度视纸厂库存下降和纸价落实情况而定。2019年2月制造业PMI公布，连续第三个月低于荣枯线，中国经济下行压力仍然偏大，春节后工业生产复苏速度偏慢。

漂针浆主要用于生产生活用纸和文化用纸，其中文化用纸的比重更大，我们持续关注文化用纸中的大类铜版纸和双胶纸的价格走势情况。万得资讯的数据显示，两类纸品价格在2018年4月达到高位后一路回落，10月末出现了新一轮的下跌，且跌势延续。在持续近两个月的价格稳定期后，上周铜版纸价格继续走平，不过双胶纸价格连续第二周出现了100元/吨左右的反弹。

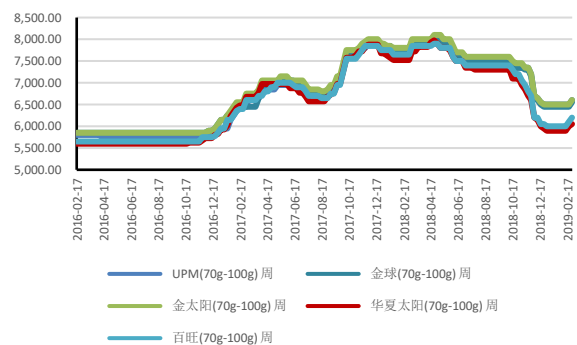
成交偏少压制盘面走势，虽然消费改善程度存在不及预期的可能性，但是在消费旺季，操作上仍然应该以逢低参与为主。我们也将持续跟踪消费改善情况。

图表 46：国内铜版纸平均价走平



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47：国内双胶纸平均价出现反弹



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

### 2.3 库存情况：全球纸浆库存累积，市场炒作积极性不高

根据PPPC的统计和预测，2017年和2018年是全球商品浆新增产能大年，木浆较大幅的新增产

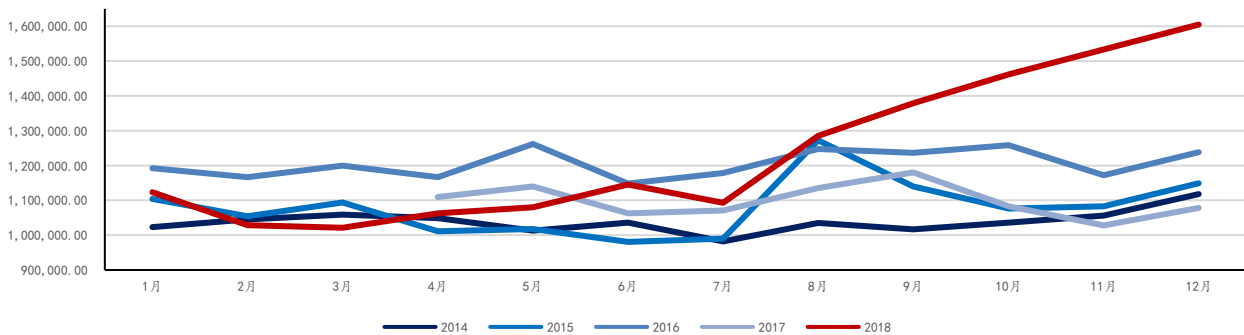
能也体现在了木浆出运量上，2018年全年出运量都高于近五年水平。2018年年末，由于纸浆内外价差倒挂，中国进口纸浆数量下降。而到了2019年1月中旬，纸浆内外价差转为顺挂，国内纸浆进口量回升。

目前来说到港木浆仍未被消耗，而是还大量的囤积在各个港口，全球木浆港口库存水平持续攀升，截止2018年12月末全球港口库存累积至160万吨以上。2019年1月份欧洲港口纸浆月末库存量环比上涨13.75%，同比增加62.49%，库存总量由12月末的160.48万吨增加至182.55万吨。1月末，除西班牙库存有所下滑外，其余各国港口纸浆库存量均较12月末增加；与去年同期相比，除英国库存有所下滑外，其余各国纸浆库存均同比增加。造成这一现象的原因可能来源于两个方面：第一，2017年全球浆价大涨抑制了下游对纸浆的需求；第二，下游需求的增幅不及纸浆供给的增加幅度。

在全球库存高位的情况下，国内库存压力更为巨大。2019年1月底，中国青岛港港口库存为101万吨，常熟港纸浆港口库存为59万吨，保定地区纸浆库存为7.01万吨，三地库存之和为167.01万吨，较上年同期同比增幅为105.48%。其中针叶木浆的库存压力小于阔叶木浆。截止2月末，青岛港纸浆库存约115万吨，环比上升13.86%，同比增加36.9%；常熟港库存约69.7万吨，环比增加0.16%，同比增加0.62%；保定总库存950车，环比减少0.15%，同比减少0.26%。库存压力继续累积，纸浆盘面仍在等待需求增加带来的自下而上的改善。

纸浆基本面中有关库存的积压由来已久，但是除了纸浆期货刚上市的第一波下跌以外，库存压力对期货盘面的压制力量一直不足，期货价格持续反弹。2月恰逢农历新年，企业大部分停产停工，库存压力难获改善也在情理之中。需求的改善主要需要等待3月库存数据和开工率数据的确认。

图表 48：全球木浆港口库存继续攀升



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

#### 2.4 废纸市场：第四批外废审批数量公布，核定进口总量低于万吨

2018年6月24日，国务院发布《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》(以下简称《意见》)在固体废物污染防治方面，《意见》提出，将全面禁止洋垃圾入境，严厉打击走私，大幅减少固体废物进口种类和数量，力争2020年年底基本实现固体废物零进口。

由于技术原因限制，国废质量一直不如欧美、日本进口的废纸，所以长期以来我国保持着大量废纸进口量，2007-2017年年均进口量均超过2000万吨。2018年由于受废纸进口环保许可和进口检验标准约束，使得废纸进口量骤减。2018年1~9月累计进口各类废纸1153万吨，比上年同期减少1016万吨，下降46.8%。2019年第一批废纸核定进口额度503.52万吨，第二批43.15万吨，第三批大幅下降至6万吨。2月19日，中国固废管理网发布2019年度第四批次外废进口申请明细表。本批次仅江苏富星纸业有限公司1家纸企获批，核定进口总量为9720吨。可以预见后期进口废纸数量将维持低位，甚至出现进口量的进一步下降。

国废质量的提升并非一蹴而就，在这之前国内对其他纸浆品种的需求将上升，从而拉高纸浆价

格运行中枢。

### 3 总结与建议

由于消费旺季的来临，从国际浆厂开始传导到下游纸厂的一波涨价似乎预示着纸浆市场的一片繁荣，然而近期的情况却是下游纸厂采买积极性一般，实单偏少，带来了上周的四连阴行情。2 月中国制造业 PMI 为 49.2%，连续三个月低于荣枯线，市场预期 3-5 月的消费旺季不及预期，盘面弱势调整。

然而，我们认为向下回调的空间并不大，原因有二：

首先，巴西鹦鹉和金鱼浆厂的合并致使国际阔叶浆市场集中度进一步提高，作为全球第一大浆厂对阔叶浆的挺价能力很强。目前国内鹦鹉价格 5700 元/吨左右，作为漂针浆的替代品将持续支撑后续国内针叶浆价格走势。

第二，国际针叶浆约 30 美元/吨价格的上涨将提升国内纸浆进口成本，银星的进口成本从原先的 5350 元/吨左右上涨至 5580 元/吨左右，涨幅约 230 元/吨。进口成本也将成为国内漂针浆现货价格走势的支撑力量，否则市场将重回 2018 年底内外价格倒挂进口积极性受压制的局面。

在上述两个原因下，预计国内现货价格走势相对坚挺，期货盘面价格向下回调空间不大。虽然存在消费不及预期的可能性，但是在消费旺季操作上还是应该以逢低多单参与为主。预计短期走势震荡偏强，关注 20 日均线支撑力量。预计震荡区间 5450-5700，投资者可考虑在 5500 以下逢低多单参与。

## 油脂油料：美豆冲高回落，菜粕大涨提振豆粕止跌

### 1 外部豆类市场分析

#### 中美贸易谈判前景不定，美豆反弹受阻冲高回落

本周，负责中美贸易谈判多位美方高级官员表示，中美之间的问题“过于严重”，难以通过中国承诺购买更多美国商品来解决，中国需要进行结构性改革。此番表态无疑对中美贸易谈判乐观派泼了一盘冷水，令中美双方能否最终达成贸易协议增添变数，市场担心如果美方要价太高，美国总统特朗普曾宣布的将会和中国国家主席举行的“签字峰会”可能不会如期兑现。虽然中国官方承诺增加购买1000万吨美国大豆，但并未取消对美豆加征的25%关税，中国市场的商业买盘很难集中进入美国市场，很可能继续增加采购南美大豆，美豆库存维持过剩状态，资金看涨信心不足。美豆5月合约反弹动力减弱，开始向900美分关口寻找支撑。CBOT豆油和豆粕市场缺少方向性指引，整体维持震荡状态。

#### 南美天气炒作退场，产量压力日渐明显

2月中旬以来，巴西大豆收割进度加快。据农业咨询机构AgRural本周一表示，巴西大豆收割进度已经达到45%，远高于去年同期水平，其中头号大豆产区马托格罗索州农户已经收获了80%的大豆。尽管巴西大豆在早期生长过程因旱情遭遇部分产量损失，但目前分析机构预测的产量水平普遍在1.15亿吨之上，巴西整体产量规模依然庞大。经历前段的高温干燥天气后，近来阿根廷大豆主产区迎来降雨，大豆生长条件获得明显改善。分析机构预计阿根廷大豆产量可达到5300万吨，将完全走出去年因持续干旱造成的减产，甚至有机构开始上调阿根廷大豆产量预期。整体来看，南美大豆供应前景保持宽松，继续成为全球大豆供应的“压舱石”。随着南美大豆上市进程加快，美豆与南美大豆对海外市场的竞争也将变得日趋激烈。

### 2 国内油脂油料市场分析

#### 猪瘟挥之不去致豆粕需求大幅萎缩，油厂压榨受限

继上周国内多省份报告非洲猪瘟疫情后，本周陕西省靖边县报告发生非洲猪瘟疫情，疫情高发频发现象尚未缓解。自去年8月国内出现非洲猪瘟疫情至今，累积报告疫情已超过百起。本周国务院副总理主持召开专题会议，研究部署进一步加强非洲猪瘟防控工作。受非洲猪瘟疫情影响，国内生猪产业遭遇严重冲击，能繁母猪数量骤减，生猪存栏量大幅下降，规模化猪场陷入亏损，中小散户大量退出，生猪补栏意愿低迷。据业内机构估计，受生猪养殖规模下降拖累，一季度国内生猪饲料需求同比降幅可能达到30-35%。从本周国内豆粕市场表现看，沿海豆粕报价跌势不止，多地价格回落至2550元/吨之下的近三年低位。豆粕基差销售价格也持续走弱，甚至有个别地方出现负基差现象。饲企随用随采降低库存，贸易商多持观望不敢囤货。多地油厂为消化库存和减少亏损而降低开工率，进而对远期大豆进口需求下降。据业内机构估计，2月份国内大豆进口量约为380-390万吨，3月进口规模在500万吨左右，均较去年同期明显下降。从目前来看，在非洲猪瘟疫情得到有效控制前，国内豆粕需求很难摆脱弱势周期。

#### 菜粕受刺激大涨，持续性仍有待观察

受市场传言国家相关部门限制发放从加拿大进口的菜籽类产品GMO证书（转基因证书）影响，从周四夜盘开始，国内菜籽粕期货大幅飙升，并成功带领豆粕市场甚至整个豆系触底回升。国内菜粕一直以杂粕的身份用于禽畜和水产饲料中，2018年中国菜粕总消费量大约470万吨，而2018年国内豆粕消费量约为7250万吨，菜粕在国内蛋白粕中的低位远不及豆粕，并且近些年豆粕对菜粕的替代效应明显增强。因此，在国内豆粕供应充足而需求低迷阶段，菜粕即使供应受限也不会影响国内蛋白粕供应宽松的大格局。本次菜粕市场突然反弹，除了受市场传言进口受限刺激外，也与国内粕类市场长时间低迷后受压抑的市场情绪释放有关，投机资金集中介入

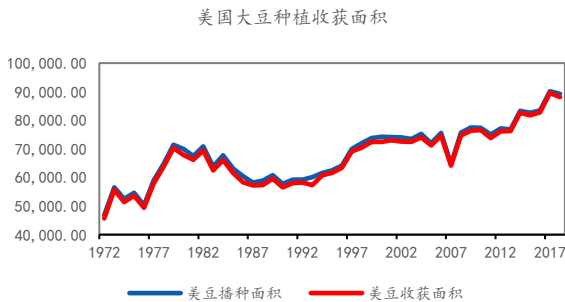
可推动菜粕市场短期大涨，但长期走势仍取决于整个蛋白粕市场的供需状况。

### 3 油脂油料市场操作建议

中美贸易谈判任重道远，双方能否最终达成协议仍充满不确定性。CBOT 大豆市场对新季美豆播种面积预期减少的利多反响冷淡，南美天气炒作题材退场，美豆库存过剩问题才是压制美豆价格走高的关键。美豆 5 月合约逐渐向 900 美分/蒲式耳关键位置靠拢，接下来的中美贸易谈判结果及中美大豆贸易政策将决定美豆能否受经受支撑。巴西大豆收割进度加快，阿根廷丰产前景持续强化，来自南美大豆的竞争压力日渐加深，全球大豆市场继续处于供应宽松的大背景，豆类价格反弹幅度受限。国内豆粕市场在菜粕暴涨下暂时止跌，虽缓解了市场持续下跌的压力，但低迷的需求现状将导致市场反弹力度有限。在非洲猪瘟疫情得到有效控制前，豆粕市场受供需双重压力打击的力度随时可能加强，维持弱势震荡仍是大概率事件。油脂板块虽受到外部棕榈油市场的弱势拖累，但在油厂限产以及菜籽油大涨的影响下显现重新走强迹象，但持续反弹动力仍需来自需求面的拉动，目前需求动力仍显不足。操作上，建议投资者关注中美贸易谈判消息面的进展，菜粕期货空单宜离场观望，豆粕空单仍可适量持有或逢高加空。油脂期货空单暂时离场，宜以震荡思路对待，短线参与为佳。大豆期货低位止跌，但反弹力度有限，主产区启动地方收购为市场提供政策底部，可尝试性逢低适量买入大豆期货多单。

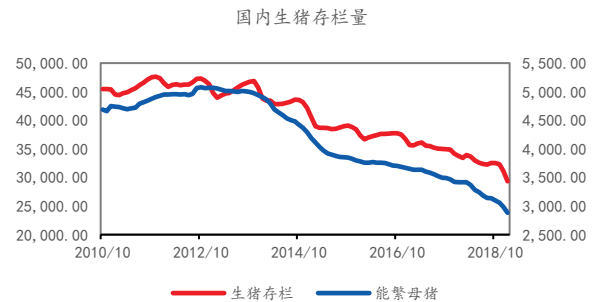
### 4 油脂油料市场主要数据

图表 49：美国大豆种植收获面积



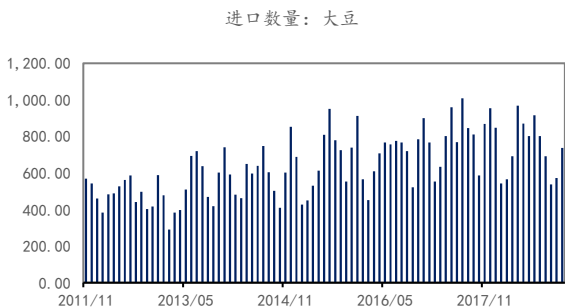
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50：国内生猪存栏量



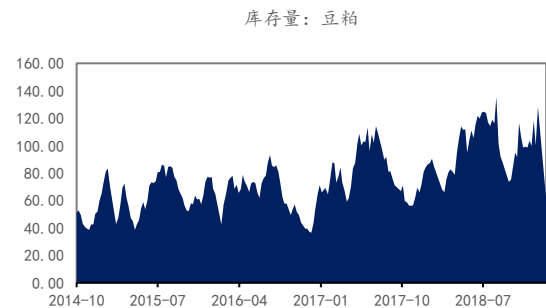
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 白糖

### 1 白糖市场供求分析

#### Green Pool 认为 2019/20 年度全球糖市料供应短缺 136 万吨

分析机构 Green Pool 在 2019/20 年度的首份预估中称，全球糖市有望出现供应短缺 136 万吨（原糖值）。其同样调降 2018/19 年度全球供应过剩预估，从之前的 360 万吨降至 264 万吨。该机构表示，2017/18 年度为供应过剩 1,960 万吨。Green Pool 表示，糖市在过剩仅持续两年后就转为短缺“很不寻常”，但指出去年糖价大幅挫跌至生产成本下方限制产量。2019/20 年度供应短缺的预估大体是由于泰国、巴基斯坦和印度产量预计减少。Green Pool 预计，印度 2019/20 年度糖产量为 2950 万吨。

#### ISO 预测 2018/19 年度全球糖市过剩量下调至 64.1 万吨

国际糖业组织 (ISO) 周四发布报告称，全球 2018/19 年度糖市供应过剩量预计为 64.10 万吨，低于之前预估的 217 万吨。该组织表示，过剩缩小主要是由于巴西和欧盟的糖产量被下调，盖过了泰国产量上调的影响。全球 2018/19 年度糖产量预计在 1.7868 亿吨，低于之前预估的 1.8049 亿吨。ISO 表示，将巴西糖产量预估下调 135 万吨，欧洲产量预估下修 80 万吨，泰国糖产量前景则被上调 80 万吨。印度糖产量预估维持在 3,200 万吨不变，但 ISO 表示，如果我们的预测被证明是过于乐观，那么印度实际产量下滑将对全球糖市格局产生严重影响。”

#### 印度产糖 2193 万吨，高于同期

截至 2019 年 2 月 15 日，印度全国 507 家糖厂累计产糖 2193 万吨，而去年同期 494 家糖厂生产了 2035.5 万吨糖。今年产量增加主要是因为马哈拉施特拉邦和卡纳塔克邦的糖厂提前开始压榨。总的来说，与上一季相比，本榨季的糖产量预计将会减少。马哈拉施特拉邦截至 2019 年 2 月 15 日的糖产量为 829.8 万吨，而去年同期为 747.4 万吨。该州仍有 187 家糖厂正在压榨，已有 6 家糖厂收榨，而去年同期有 183 家糖厂在压榨。由于马哈拉施特拉邦的糖厂开榨较早，预计这些糖厂将比去年提前收榨，马哈拉施特拉邦糖产量预计将低于去年。北方邦 117 家糖厂压榨，截止 2019 年 2 月 15 日已产糖 639.3 万吨，去年同期 119 家糖厂产糖 645.4 万吨。本榨季的出糖率比上一季提高了约 0.77%，但单产低于去年，这将导致该州的总产量低于去年。

#### 印度下榨季糖产量或跌至 3 年低位

本榨季与巴西争夺全球最大糖产国地位的印度，糖产量或在下榨季降至 3 年来的最低水平，主要因西部一些主产区的干旱天气导致甘蔗种植缩减。全印度合作糖厂联合会常务董事 Prakash Naiknavare 表示，在今年 10 月 1 日开始的榨季，印度糖产量可能会从本榨季预估的 3,150 万吨下滑至不足 3,000 万吨。根据印度糖厂协会 (Indian Sugar Mills Association) 的数据，印度 2017-18 榨季的糖产量达到创纪录的 3,250 万吨。

#### 中国 18/19 榨季糖产量为 1040 万吨

2 月广西继续是集中压榨期糖厂加快压榨的话预计甘蔗开花对产量影响不大。广西产量影响关键产糖率，数据统计 1 月底广西产糖率 11.10%，同比下降 0.29 个百分点，目前已经是甘蔗成熟稳定期糖分不会出现增加，产糖率下降，广西 18/19 榨季产量预计难以达到糖会上预计的 610 万，预计 580-600 万吨左右。甜菜糖方面，新疆、内蒙糖厂陆续收榨，18/19 榨季新疆糖产量可能达不到全国糖会预估的 54 万吨，估计在 51 万吨左右，内蒙产量预计 67 万吨左右。其余产区暂时按照糖会预计的产量，那么 18/19 榨季全国产量预计在 1026-1046 万吨左右，17/18 榨季全国产量 1031 万吨。

### 2 综合分析

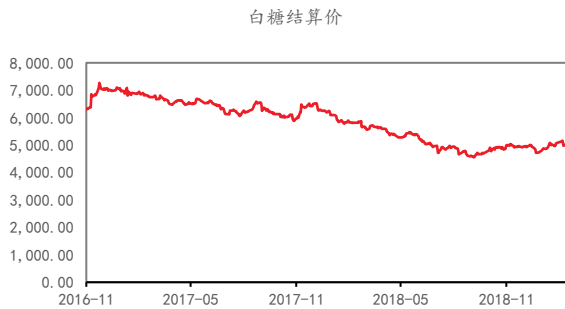
本周郑糖价维持震荡走势，受宏观和临储政策影响导致。巴西中南部产糖量同比下降，后期需关注巴西天气造成的干旱程度。供应端，机构预期今年糖出现缺口。消费端，国内和国外比较平稳。供应增量将主导糖市价格。

供应端有所收缩，但国内现货依然弱势，国储库存维持在 500 万吨高位。国内目前供应宽松，需求乏力。

操作上，因国内临储政策托底以及今年将严查原糖走私活动，预计未来糖价呈现震荡上扬的态势，国内目前处于压榨末期，价格压力依然较大。而印度国内库存偏高，全球糖价承压。在二三季度预期全球出现灾害性天气，市场可能提前反应。因此，一二季度选择低点入场较为合适，若未来出现二次探底走势，多单可以大胆介入。下半年维持多头操作思路。预计未来 3 月至 12 月份 SR1909 波动区间为 (4800, 6200)。套利方面，维持近弱远强的判断，注意合约之间的反套机会。

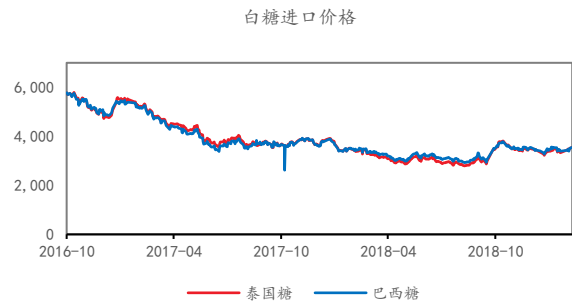
### 3 白糖市场主要数据

图表 53: 白糖期货结算价格



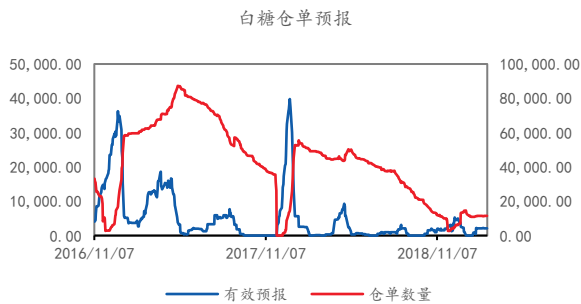
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 54: 白糖进口价格



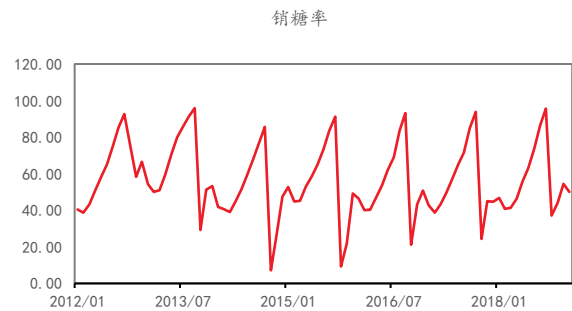
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 55: 白糖仓单预报



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

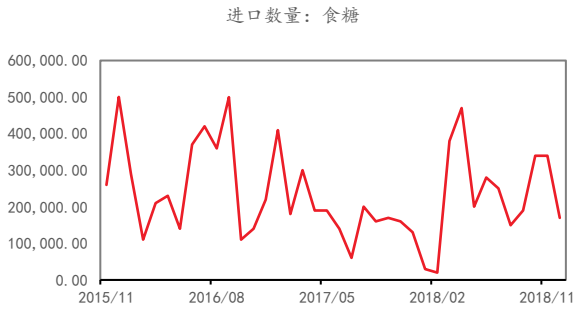
图表 56: 白糖销糖率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

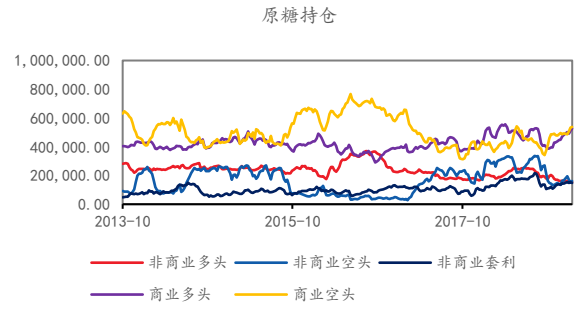


图表 57: 白糖月度进口量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 58: 原糖 CFTC 持仓



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

## 免责声明

本报告由中投天琪期货有限公司（以下简称“中投期货”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。未经中投期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投期货认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中投天琪期货有限公司

公司网站：<http://www.tqfutures.com/>

地址：深圳市福田区深南大道4009号投资大厦三楼

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900